

2023 年 02 月 09 日  
 众信旅游 (002707.SZ)

ESSENCE


**公司深度分析**

证券研究报告

旅游服务

# 出境游复苏开启, 外部变革与内部提效 下业绩弹性可期

■ **出境游批发龙头, 出境游产业链全覆盖。**作为一家主营出境游批发及零售业务的龙头企业, 2019 年疫情以前, 公司出境游业务增长迅速, 占比超八成, 2013-2019 年营收 CAGR 达 27%。其中批发业务收入及利润占比持续提升, 2019 年出境游批发毛利占比达 60%。2020 年以来, 出境游业务受阻, 公司业绩受损程度较大, 预计随着疫情防控政策的优化, 出境游业务有序复苏, 外部行业竞争格局优化, 内部降本提效, 公司业绩有望快速修复增长。

■ **非一线城市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。**疫情前十年我国出境游市场快速发展, 2011-2019 年, 我国出境游人次的复合年增长率超过 10%, 出境游消费金额的复合年增长率达到 17%。根据亨利护照指数 (以免签证目的地总数量计算), 中国护照的全球排名从 2017 年的 85 名提升至 2022 年的 66 名, 是免签落地签增加数量最快的国家之一, 随着签证、交通的便利性提升, 国内的出境游需求预计将继续保持稳步提升。从渗透率来看, 我国出境游渗透率与成熟市场相比仍有较大的提升空间, 目前我国出境游渗透率仍低于全球水平 (26.0%), 更低于美国 (30.2%)、韩国 (56.1%) 等成熟市场。分城市线级来看, 我国非超一线城市渗透率基数较低, 处于快速提升阶段, 将成为出境游的主要增长引擎。

■ **行业集中度有望提升, 降本提效有望放大利润端修复。**疫情三年旅行社业务受到严重冲击, 出境游尤甚, 供给侧出清幅度大, 2021 年旅行社从业人员较 2019 年减少 33%。从人员结构看, 高门槛导游出清相对较少, 而销售等通用型岗位虽出清幅度更大, 但随着经营的恢复预计人员补充速度快。从经营维系成本的可变性来看, 我们认为疫情期间出清幅度组团社 > 地接社 > 批发商, 两端的大量出清也会使得原本掌握更多上下游资源的批发商在需求恢复后快速启动业务, 从而带动行业集中度进一步提升。众信旅游作为具有批零一体化渠道优势的出境游服务商, 凭借较强的上下游资源把控能力, 疫后经营有望率先恢复。同时从内部管理来看, 疫情期间公司内部不断打磨内功, 实现降本提效, 预计出境游业务全面复苏后员工数量相比于疫前有望精简, 利润端修复程度有望进一步放大。

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6 个月目标价

11.9 元

股价 (2023-02-08)

9.40 元

交易数据

总市值(百万元)

9,237.52

流通市值(百万元)

7,654.49

总股本(百万股)

982.72

流通股本(百万股)

814.31

12 个月价格区间

4.92/11.23 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.5	-0.8	40.0
绝对收益	-1.2	7.9	28.4

王朔

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030005

wangshuo2@essence.com.cn

万雨萌

联系人

wanym@essence.com.cn

相关报告

■ **投资建议：**出境游跟团游逐步恢复，疫情 3 年行业长尾出清，行业集中度提升，预计龙头恢复水平高于行业平均；而应对旺盛的需求，短期供给侧无法快速补充，消费者对价格敏感度较低，产品提价空间可期。我们预计公司 2023/2024 年的实现收入 87、142 亿元，对应净利润 2.1、3.9 亿元。首次给予买入-A 评级，6 个月目标价为 11.9 元。

■ **风险提示：**新冠疫情影响超预期风险、宏观经济波动风市场竞争加剧风险。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,592.2	714.8	450.4	8,743.2	14,264.1
净利润	-1,480.3	-464.4	-212.9	211.3	396.4
每股收益(元)	-1.51	-0.47	-0.22	0.22	0.40
每股净资产(元)	0.86	0.33	0.49	0.70	1.11

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	-6.3	-20.1	-43.9	44.3	23.6
市净率(倍)	11.1	28.6	19.6	13.6	8.6
净利润率	-93.0%	-65.0%	-47.3%	2.4%	2.8%
净资产收益率	-175.6%	-142.1%	-44.5%	30.7%	36.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-93.6%	190.6%	37.3%	-869.2%	124.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 众信旅游：专注旅游产品开发服务，出境游产业链全覆盖 .....	5
1.1. 出境游旅行社龙头，产业链布局全覆盖 .....	5
1.2. 引入阿里网络战略投资，管理层多年深耕出境游行业 .....	6
1.3. 财务分析：疫情下业绩承压明显，出境游业务恢复后有望迎来复苏 .....	6
2. 出境游市场：疫情下承压明显，渗透率仍有提升空间 .....	9
2.1. 行业发展：从管制到逐步放松，疫情前出境游人数稳步增长 .....	9
2.2. 出境游目的地：港澳游占比逐步下降，目的地结构优化 .....	10
2.3. 渗透率：仍有提升空间，非一线城市将成为主要引擎 .....	11
2.4. 供给端：国际航班未完全恢复，部分地区防疫及签证限制仍紧 .....	12
3. 出境游启动复苏，众信旅游迎来内外发展的新机遇 .....	14
3.1. 供给端，疫情冲击旅行社供给侧调整，公司批零业务有望率先强势复苏 .....	14
3.2. 需求端，政策限制放开，出境游需求有望向疫前水平靠近 .....	18
3.3. 内部管理降本提效，疫后利润端修复进度有望放大 .....	19
3.4. 与阿里合作布局旅游分销平台“阿信”，有望重塑生态打开业绩新增点 .....	20
4. 投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	23

## 目 录

图 1. 众信旅游发展历程 .....	5
图 2. 众信旅游多元化战略布局 .....	5
图 3. 集团旗下多个品牌搭建综合服务平台 .....	5
图 4. 众信旅游股权结构（截至 2022Q3） .....	6
图 5. 公司 2013-2022Q3 营收及增速 .....	7
图 6. 公司 2013-2022Q3 归母净利润及增速 .....	7
图 7. 公司 2013-2021 年营收分业务结构 .....	7
图 8. 公司 2013-2021 年毛利分业务结构 .....	7
图 9. 公司 2013-2021 年分业务毛利率（%） .....	7
图 10. 公司 2013-2021 年毛利率及净利率 .....	8
图 11. 公司 2013-2021 年期间费用率 .....	8
图 12. 2011-2021 年我国出境游人次及增速 .....	9
图 13. 2011-2021 年我国出境游消费金额及增速 .....	9
图 14. 全国旅行社组织出境游客人次及占总人次比重 .....	9
图 15. 全国旅行社出境旅游营业收入 .....	10
图 16. 全国旅行社出境旅游营业利润 .....	10
图 17. 我国旅行社出境旅游组织人次目的地占比（%） .....	11
图 18. 2019 年我国旅行社出境旅游组织人次前十大目的地 .....	11
图 19. 我国出境游渗透率较全球及成熟地区仍有提升空间 .....	11
图 20. 部分城市旅行社组织口径出境游渗透率 .....	11
图 21. 2019-2023 年国际航班执行情况（架次） .....	12
图 22. 旅行社营业收入及同比 .....	14
图 23. 旅行社出境游营业收入及同比 .....	14
图 24. 全国旅行社数量及同比 .....	15
图 25. 全国旅行社从业人数及同比 .....	15

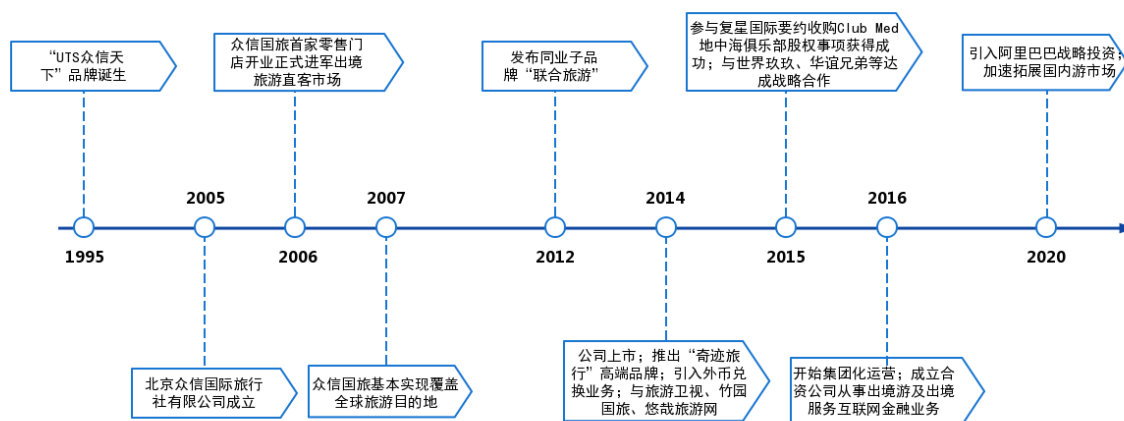
图 26. 2021 年旅行社从业人员失业占比 .....	15
图 27. 旅行社导游数量及占比 .....	15
图 28. 旅行社产业链结构图 .....	16
图 29. 公司零售门店数量 .....	16
图 30. 零售业务收入及占比 .....	17
图 31. 零售和批发业务毛利率 .....	17
图 32. 美国出境游客人数恢复程度 .....	18
图 33. 国内小长假出游人次恢复程度 .....	19
图 34. 公司员工薪酬 .....	20
图 35. 阿信分销平台官网 .....	20
图 36. 全域旅游分销平台有望在多层面为企业带来赋能 .....	21
表 1: 众信旅游主要高管履历 .....	6
表 2: 部分国家对中国游客的入境政策 .....	12
<b>表 3: 众信境外地接社布局 .....</b>	<b>17</b>
表 4: 公司员工构成 .....	20
表 5: 公司收入分拆（单位：百万元） .....	22
表 6: 可比公司估值表 .....	22

1.众信旅游：专注旅游产品开发服务，出境游产业链全覆盖

### 1.1. 出境游旅行社龙头，产业链布局全覆盖

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，正式进军出境旅游直客市场并基本覆盖全球旅游目的地，2014 年公司在深交所成功上市。此后，公司通过战略合作等方式实现资源整合、全面布局“旅游+”出境服务。2020 年疫情爆发后，公司国内游业务拓展迅速，市场范围逐步拓宽。经过多年发展，公司在主要城市设立了分子公司并推动道下沉，拥有超过 2000 家代理客户及数万家合作经营网点，已成为各大线上线下零售旅行社的主要供应商。

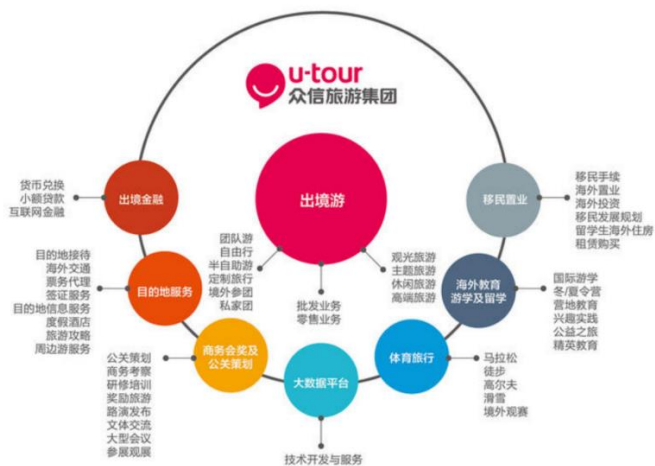
图1. 众信旅游发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

围绕旅游产业链通过多个品牌搭建综合服务平台，公司业务不断延伸。公司业务从旅游批发、旅游零售、整合营销服务三大核心拓展至国内游，并逐步推出与旅游相关的游学留学、移民置业、酒店公寓运营、健康医疗等“旅游+”新业态服务。集团下设出境游旅游服务、目的地服务、移民置业服务、海外教育服务、出境互联网金融服务、大数据等多个品牌，打造全产业链一体化协同平台。

图2. 众信旅游多元化战略布局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图3. 集团旗下多个品牌搭建综合服务平台

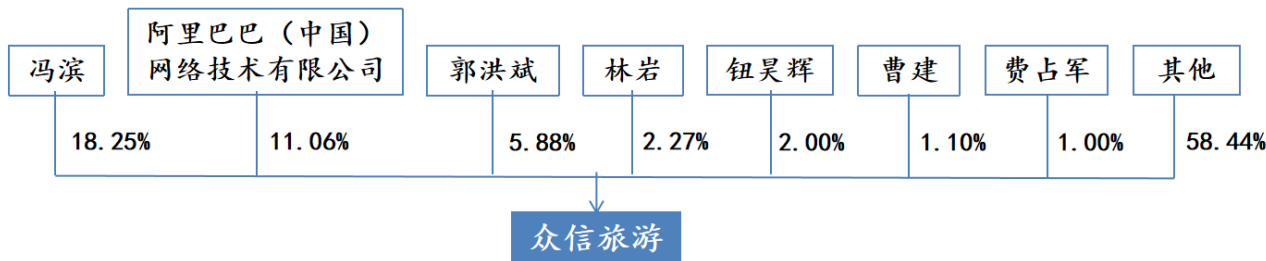


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 1.2. 引入阿里网络战略投资，管理层多年深耕出境游行业

股权结构稳定，阿里入股达成战略合作。公司实际控制人为冯滨，截至 2023 年 1 月共计持有公司 18.25% 的股权。2020 年 9 月，冯滨向阿里网络转让 5% 股份，双方达成战略合作；同年 11 月公司与阿里旅行分别出资 45%、55% 共合资 1.5 亿元，设立杭州阿信网络科技有限公司，拓展多元化资源供给渠道，赋能数字化转型。截至 2022Q3，阿里网络合计持有公司 11.06% 的股权。

图4. 众信旅游股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

管理层深耕行业多年，在应对市场变化、拓展多元渠道等方面具有丰富经验。管理层多年来深耕出境游行业，出境游行业从业经验丰富，面对复杂多变的市场具备较强的管理能力和战略眼光。并且管理层多为公司元老，能够齐心协力明确公司目标、落实公司战略。

表1：众信旅游主要高管履历

姓名	职务	履历
冯滨	董事长、总经理	曾任北京福康旅行社(北辰旅游)部门经理、北京国际商旅公司部门经理、中信旅游总公司部门副经理、中商国际旅行社部门经理。担任中国旅行社协会副会长、北京市旅游行业协会常务理事、北京市旅游行业协会旅行社分会副会长。
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，众信旅游总经理助理
郭镭	董事，董事会秘书	曾任华泰联合证券有限公司投资银行部董事
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，优耐德（北京）国际旅行社有限公司财务总监

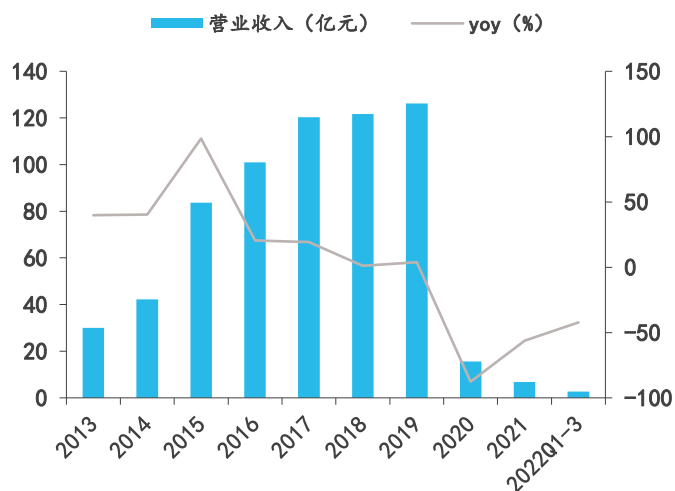
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 财务分析：疫情下业绩承压明显，出境游业务恢复后有望迎来复苏

疫情以前公司业绩快速增长，收入复合年增长率高达 27%。2013-2019 年，公司抓住境外游的市场风口，大力发展出境游零售+批发业务，同时业务板块不断拓展，营收从 30.1 亿元增长至 126.2 亿元，CAGR 达到 27.0%。2018 年受“泰国沉船”事件影响，2020 年后受新冠疫情影响，业绩受损程度较大。

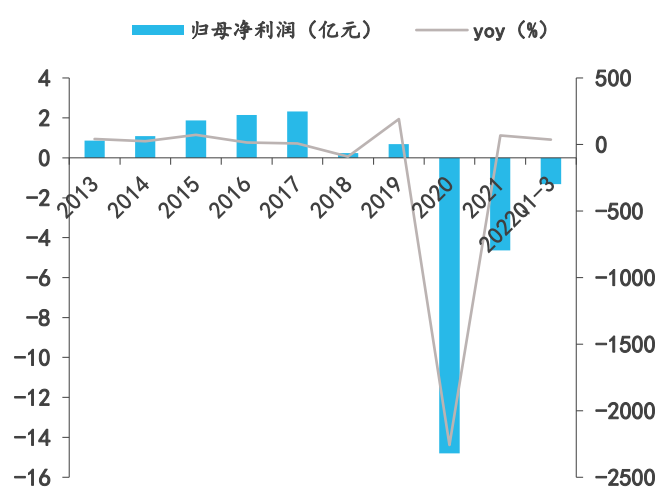
从收入及利润占比看，公司的主要业务为出境游批发，受疫情影响暂时受阻。公司的收入主要由出境游零售+出境游批发+整合营销服务三部分构成。2019 年疫情以前，公司收入的最大贡献业务板块是出境游批发，2019 年出境游批发收入占总收入的比例为 70.9%，出境游零售收入占总收入的比例为 18.6%。2020 年 1 月 27 日起公司出境旅游团停止发团，业绩受到大幅冲击，营收、净利润分别同比下滑 87.6%、2257.5%。2021 年整合营销服务已成为公司主要收入来源，占比达到 62.1%。2022 年前三季度公司共实现营收 2.8 亿元/-42.3%，归母净利润亏损 1.3 亿元。

图5. 公司 2013-2022Q3 营收及增速



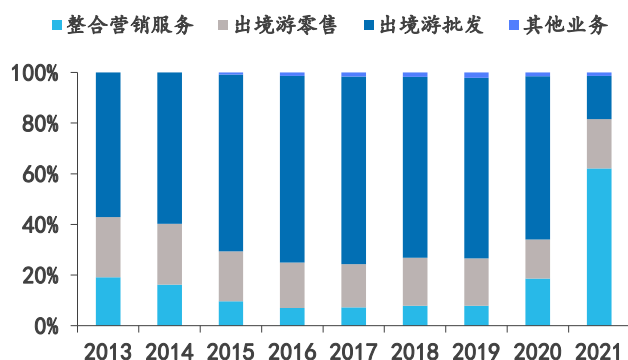
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图6. 公司 2013-2022Q3 归母净利润及增速



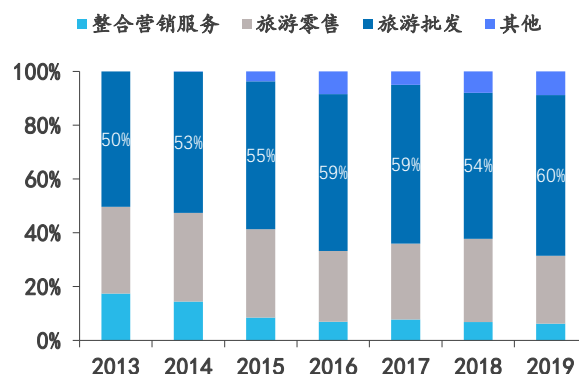
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图7. 公司 2013-2021 年营收分业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

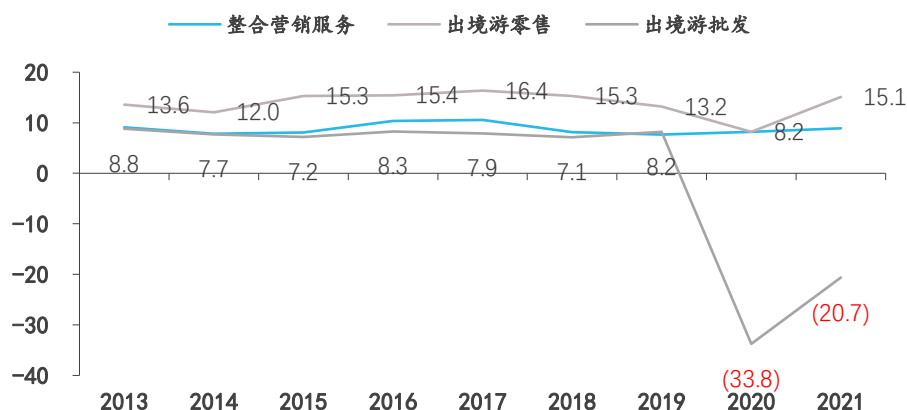
图8. 公司 2013-2021 年毛利分业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

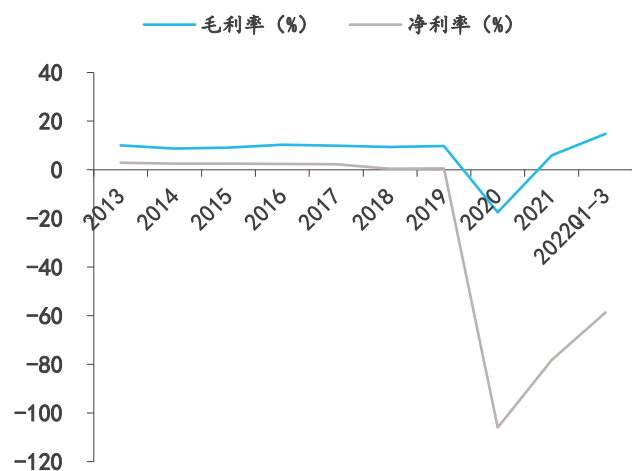
短期疫情对公司盈利能力造成严重冲击。2019 年疫情爆发以前，公司毛利率较为稳健，2019 年毛利率达到 9.75%，净利率达到 0.61%。2020-2022 年疫情期间公司毛利率受损严重，部分费用较为刚性，费用率明显上升。

图9. 公司 2013-2021 年分业务毛利率 (%)



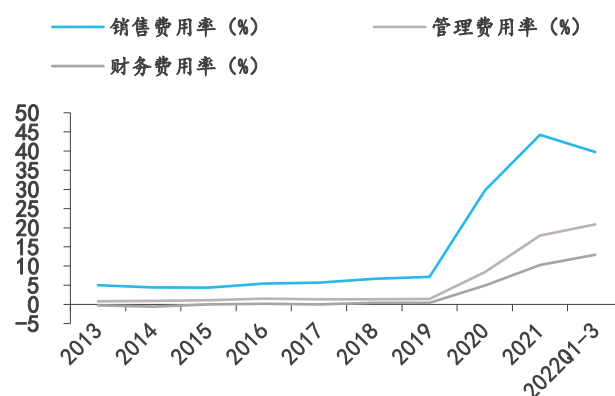
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图10. 公司 2013-2021 年毛利率及净利率



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图11. 公司 2013-2021 年期间费用率



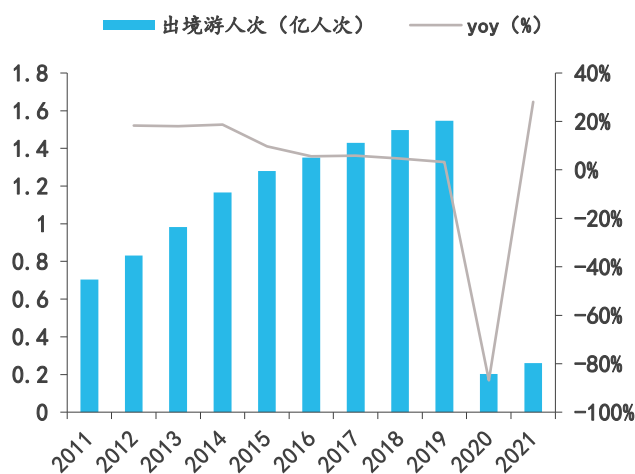
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

## 2. 出境游市场：疫情下承压明显，渗透率仍有提升空间

### 2.1. 行业发展：从管制到逐步放松，疫情前出境游人数稳步增长

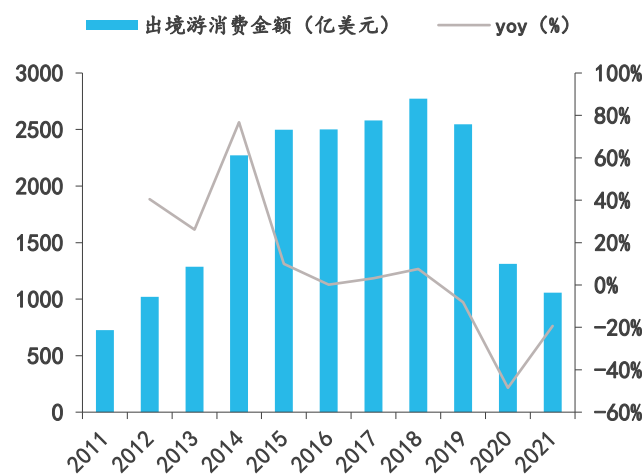
疫情前国内出境游需求已连续多年增长，有望为疫情后续的出境游复苏奠定客群基础。2015年以来虽国内出境游人次的增速有所放缓，但整体出境游需求仍保持增长态势，且市场规模持续大，2019年中国居民出境人数已达1.69亿。2011-2019年，我国出境游人次的复合年增长率超过10%，出境游消费金额的复合年增长率达到17%。同时，根据亨利护照指数（以免签证目的地总数量计算），中国护照的全球排名从2017年的85名提升至2022年的66名，是免签落地签增加数量最快的国家之一。随着签证、交通的便利性提升，国内的出境游需求预计将继续保持稳步提升。

图12. 2011-2021年我国出境游人次及增速



资料来源：UNWTO，安信证券研究中心

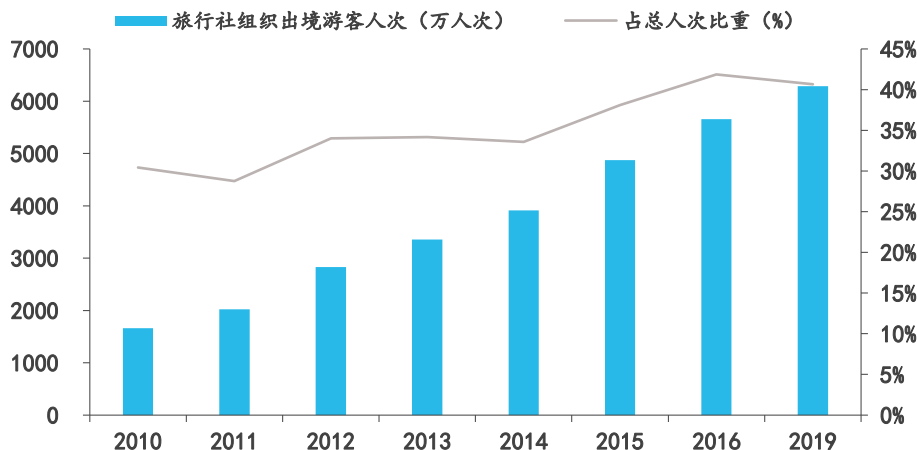
图13. 2011-2021年我国出境游消费金额及增速



资料来源：UNWTO，安信证券研究中心

疫情前，出境游旅行社数量、旅行社组织出游人次持续增加。作为出境旅游业的运营主体，出境游旅行社数量规模快速增长。根据文旅部公告，截至2022年，我国获批经营出境旅游业务的旅行社共有4774家。同时，旅行社组织出境游人次也呈快速增长态势，2019年共组织出境游6288万人次，占总出境游人次40.7%。

图14. 全国旅行社组织出境游客人次及占总人次比重



资料来源：国家旅游局，Wind，安信证券研究中心

疫情以前我国旅行社出境游业务的收入占比已达到四成。2019 年全国旅行社出境旅游营业收入和利润分别达到 2145.6 亿元、89.6 亿元，分别占全国旅行社旅游业务营业收入总量和营业利润总量的 41.5%、38.4%。2021 年全国旅行社出境游营业收入仅为 6.63 亿元，占比降至 0.45%，出境游营业利润出现亏损，为-0.44 亿元。

图15. 全国旅行社出境旅游营业收入

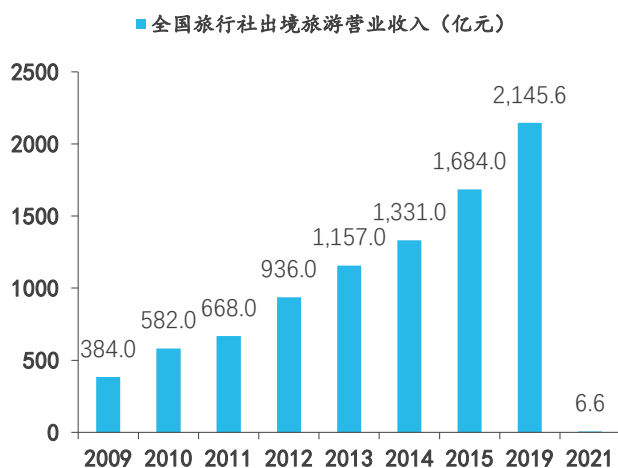
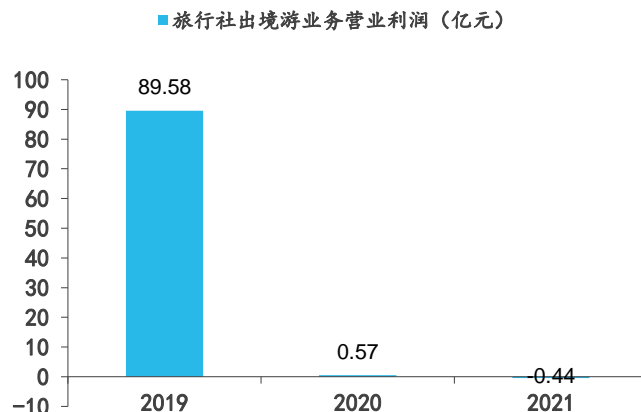


图16. 全国旅行社出境旅游营业利润



资料来源：文旅部，安信证券研究中心

注：2021 年数据主要是部分出入境团队业务未及时结算，在结算后于 2021 年进行填报的相关数据，以及旅行社预定国际机票、代办签证、接送机等单项委托服务

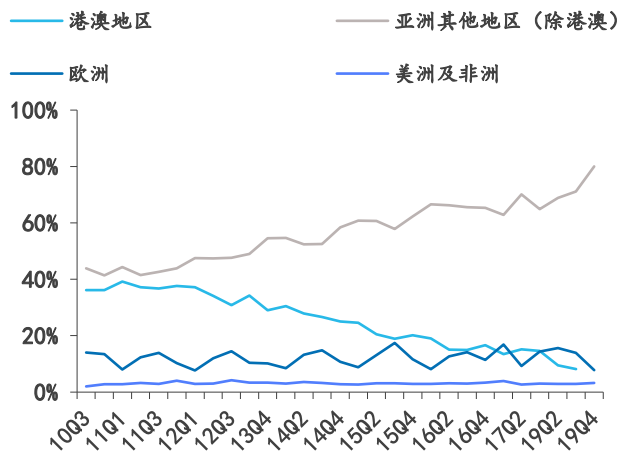
资料来源：文旅部，安信证券研究中心

## 2.2. 出境游目的地：港澳游占比逐步下降，目的地结构优化

港澳地区出境游占比逐渐下降，亚洲其他地区占比迅速上升。从我国出境游目的地结构来看，早期以港澳游为主，2010Q4 在旅行社组织的出境游游客中有 36% 目的地为港澳地区，随着出境游行业发展，港澳游人次占比逐渐下降，目的地结构呈现优化趋势。至 2019Q4，亚洲仍为主要目的地，其中港澳游人次占比仅有 5%，亚洲其他地区人次占比则高达 80%。

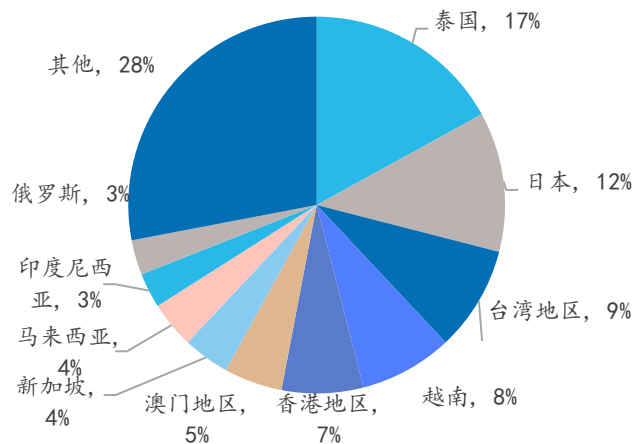
泰国、日本等邻国为国人出境游热门目的地。根据文旅部，2019 年度旅行社出境旅游组织人次排名前十位的目的地国家或地区依次为泰国（占比 17%）、日本（占比 12%）、台湾、越南、香港、澳门、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、俄罗斯。可以看到，主要为东亚、东南亚、南亚等地区的国家。

图17. 我国旅行社出境旅游组织人次目的地占比 (%)



资料来源：国家旅游局，Wind，安信证券研究中心

图18. 2019年我国旅行社出境旅游组织人次前十大目的地



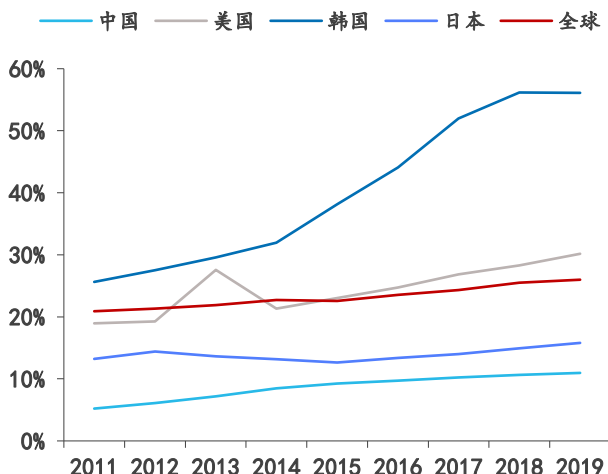
资料来源：文旅部，Wind，安信证券研究中心

### 2.3. 渗透率：仍有提升空间，非一线城市将成为主要引擎

我国出境游渗透率与成熟市场相比仍有较大的提升空间。疫情爆发以前，我国出境游渗透率呈现稳步提升趋势，从2011年的5.2%快速提升到2019年的11.0%。然而我国出境游渗透率仍低于全球水平（26.0%），与美国（30.2%）、韩国（56.1%）相比，仍有较大差距。我们认为，长期看，我国出境游渗透率仍有较大的提升空间，有望向成熟市场靠近。

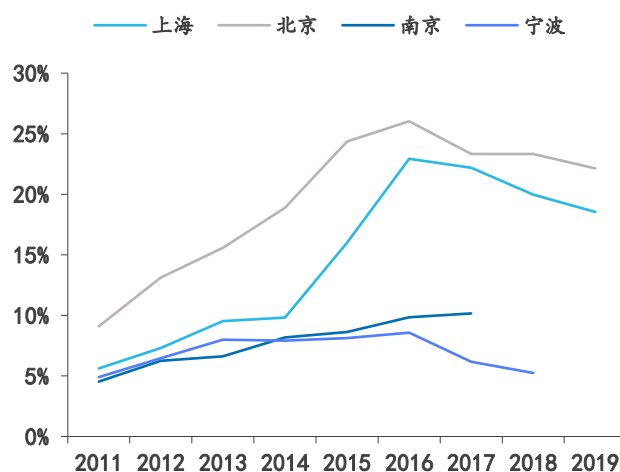
分城市线级来看，我国非超一线城市渗透率基数较低，处于快速提升阶段。从旅行社组织出境游口径来看，2019年北京、上海出境游渗透率已达到18.5%、22.1%，而非一线城市渗透率普遍较低，例如新一线城市南京2017年出境游渗透率仅有10%，新一线城市宁波2018年出境游渗透率5%。根据携程旅游、万事达卡联合发布的《2019中国跨境旅行消费报告》，2019年我国出境游人次增长与城市层次呈反相关，低线城市增速最快，三线及以下城市出境游人次复合年增长率高达160%。随着众多新航线的开通以及旅游观念的发展，我们认为非一线城市将成为出境游的主要增长引擎，不断带动出境游整体渗透率提升。

图19. 我国出境游渗透率较全球及成熟地区仍有提升空间



资料来源：UNWTO，Wind，安信证券研究中心

图20. 部分城市旅行社组织口径出境游渗透率



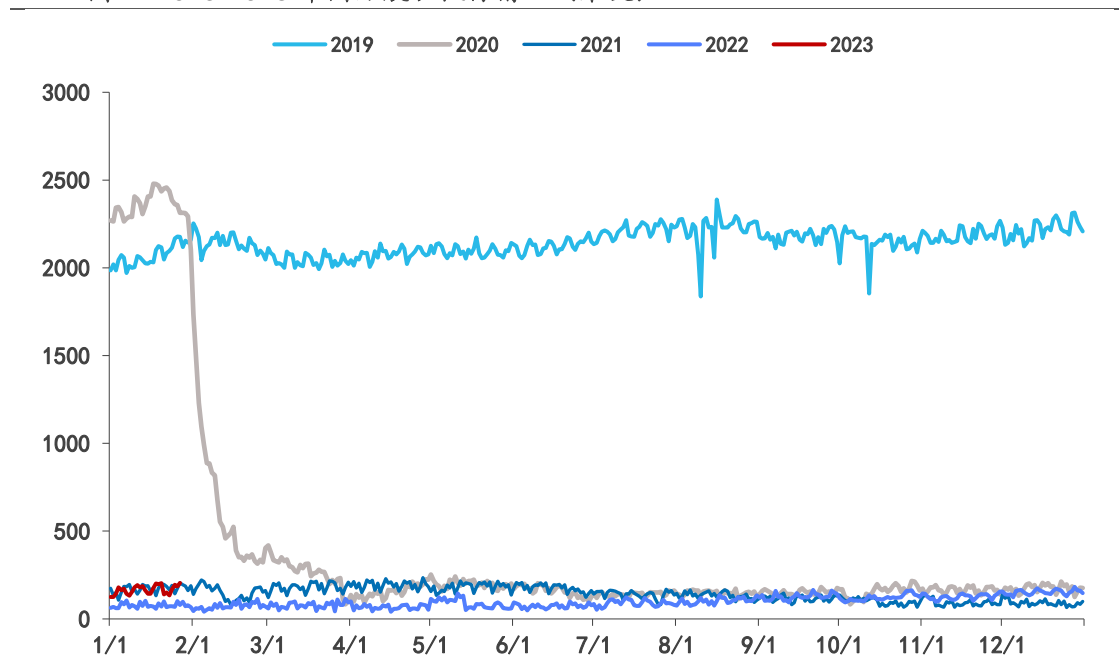
资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2.4. 供给端：国际航班未完全恢复，部分地区防疫及签证限制仍紧

根据文旅部最新政策，跟团出境游于 2023 年 2 月 6 日正式试点恢复。2020 年 1 月 24 日，文旅部要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品，出境游就此按下暂停键。2022 年 12 月 26 日，卫健委宣布实施乙类乙管，有序恢复中国公民出境旅游。2023 年 1 月 20 日，文旅部办公厅发文将于 2023 年 2 月 6 日起试点恢复中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务，跟团出境游才正式开启复苏。

目前国际航班供给尚未完全恢复。2020 年 3 月，民航局对国际客运航班实施“一司一国一线一周一班”，3 月最后一周计划航班量仅 108 班，相当于疫情前 1.2%，2023 年 1 月 8 日起宣布取消“五个一”及客座率限制等管控措施。然而，目前国际航班供给尚未恢复，2023 年 1 月 1 至 27 日，我国国际航班执行架次较 2022 年同期增长 115.6%，但仅为 2019 年同期 8.1%。

图21. 2019-2023 年国际航班执行情况（架次）



资料来源：航班管家，安信证券研究中心

部分出境旅游目的地入境防疫要求仍未放松。中国疫情政策全面放开后，出境游随之放开，但日、韩、美、意等国家陆续宣布收紧对来自中国入境者的防疫要求，将在一定程度上抑制短期出境游复苏节奏。

部分出境旅游目的地旅游签证仍有限制条件。根据携程及同城旅行，当前护照新办或者过期换发，仍然以商务、留学、探亲等需求首先办理，东南亚国家对中国游客的入境政策相对宽松而日本目前签证条件限制较多，韩国旅游签证尚未开放。

表2：部分国家对中国游客的入境政策

国家	入境政策
澳大利亚	从 2023 年 1 月 5 日起从中国、香港和澳门进入澳大利亚的旅客必须提供在其预定出发前往澳大利亚之日之前 48 小时内进行的新冠病毒检测呈阴性
韩国	一月十三日起，从中国，香港，澳门出港的船舶，以进港日期为准 7 日内从中国大陆，香港澳门登船的船员下船入境韩国时，须提交核酸阴性证明并在检疫所进行核酸检测。从中国登船的船员入境后第一天实施核酸检测，从香港或澳门登船的船员入境后第一天无需实施核酸检测
日本	进入日本的前 7 天停留过中国大陆的人员、从中国大陆直接飞往日本的人员，不管接种过任何疫苗在搭乘航班时均需持有 72 小时核酸检测阴性证明。

---

自 2023 年 1 月 5 日（美国东部标准时间）凌晨 12:01 起：所有 2 岁及以上  
加拿大 的航空旅客，乘坐从中华人民共和国、香港或澳门出发并降落在加拿大的航班，必须提  
供 COVID-19 阴性证明- 19 测试结果，无论公民身份或疫苗接种状况如何。

---

资料来源：各国驻华大使馆，安信证券研究中心

### 3. 出境游启动复苏，众信旅游迎来内外发展的新机遇

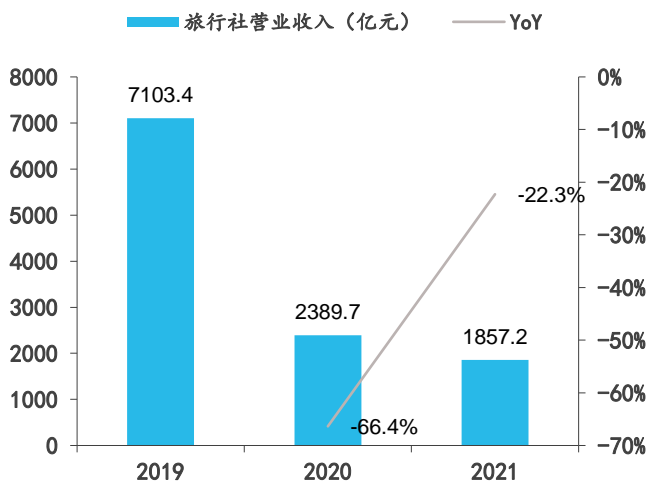
#### 3.1. 供给端，疫情冲击旅行社供给侧调整，公司批零业务有望率先强势复苏

疫情冲击旅行社业务，名义在册旅行社数量 2021 年较 2019 年增长 9%，登记从业人员减少 33%。根据文旅部数据，疫情冲击团队游需求，全国旅行社收入连年下滑，2020/2021 年同比 -66.4%/-22.3%。而出境游影响更甚，2020/2021 年旅行社出境游营收同比 -92.4%/-96.0%。然而全国旅行社数量却逆势增长，2020/2021/2022Q3 全国旅行社总数分别达到 4.1/4.2/4.4 万家，同比+4.5%/+4.3%/+5.2%。旅行社从业人员数量则下滑明显，2020/2021 年全国旅行社从业人数分别为 32.2/27.9 万人，同比-22.5%/-13.6%。

我们认为旅行社数量逆势增长的原因主要有二：1) 存量端，疫情中有部分旅行社暂停营业，但只要不去相关部门主动申请取消许可证，就依然可计入旅行社总数，但实际可能并未营业；2) 增量端，近年自驾游、短途游等新兴旅行需求推动供给侧改革，叠加部分教研机构转为研学旅行机构，使得仍然有不少新注册旅行社。

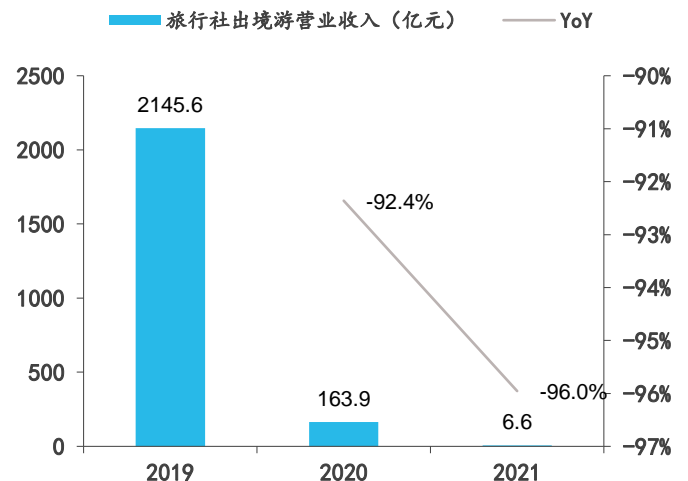
名义旅行社数量虽有增加，但从业人员减少明显，行业实际受疫情影响有所出清。旅行社行业作为劳动密集型行业，大量的旅行社从业人员失业转业，即使是需求迅速修复，已经转业的旅游从业者未必会立即回来，使得供给端缺口短期仍然存在。

图22. 旅行社营业收入及同比



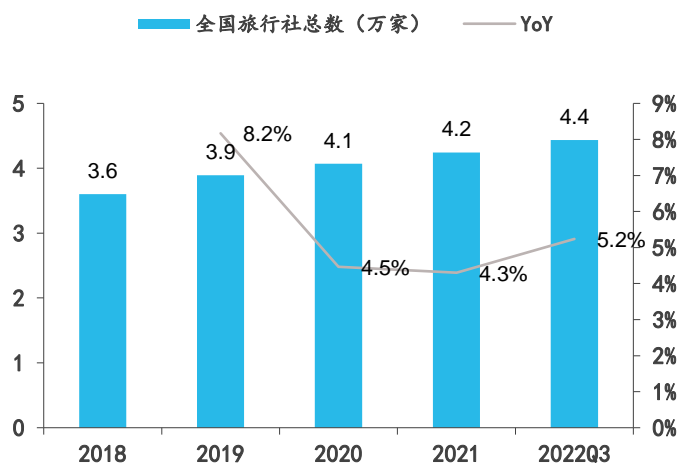
资料来源：文旅部，安信证券研究中心

图23. 旅行社出境游营业收入及同比



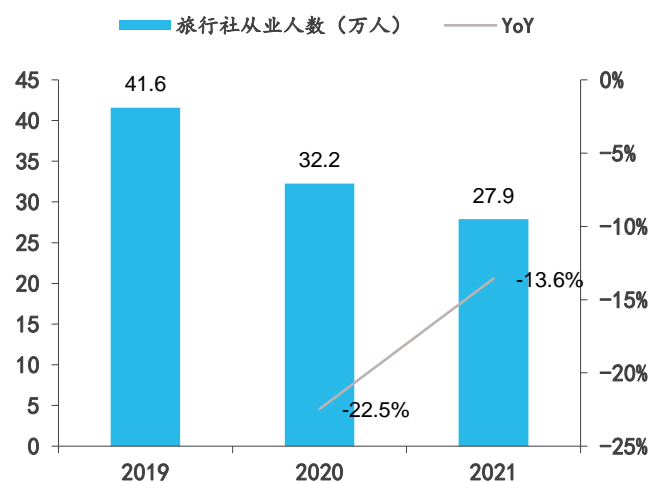
资料来源：文旅部，安信证券研究中心

图24. 全国旅行社数量及同比



资料来源：文旅部，安信证券研究中心

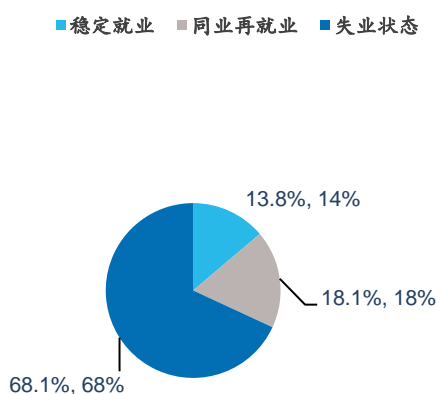
图25. 全国旅行社从业人数及同比



资料来源：文旅部，安信证券研究中心

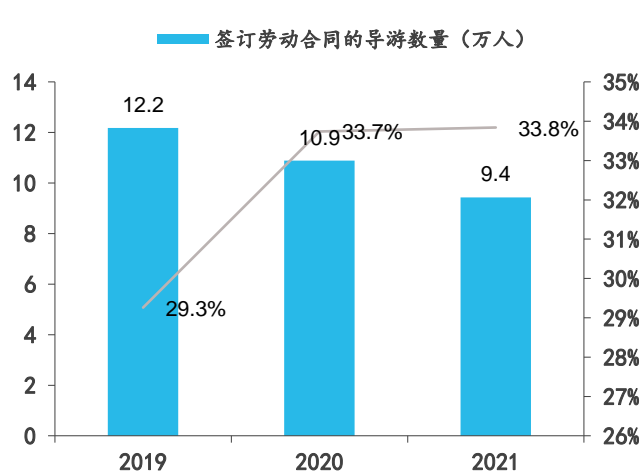
相比于其他职能的员工，高门槛的导游流失量较少，销售等通用型人员则流失量较大，未来补充难度较低。2021年旅行社从业者有68.1%处于被动失业状态，其中门槛较高的导游流失量较其他岗位更少，与2019年相比2021年流失的从业人员中仅有20%来自导游，而销售等通用型岗位在疫情期间受损严重但预计后续补充速度也会同需求的修复而快速补充。

图26. 2021年旅行社从业人员失业占比



资料来源：携程，《疫情期间旅游业失业专项调查报告》，安信证券研究中心

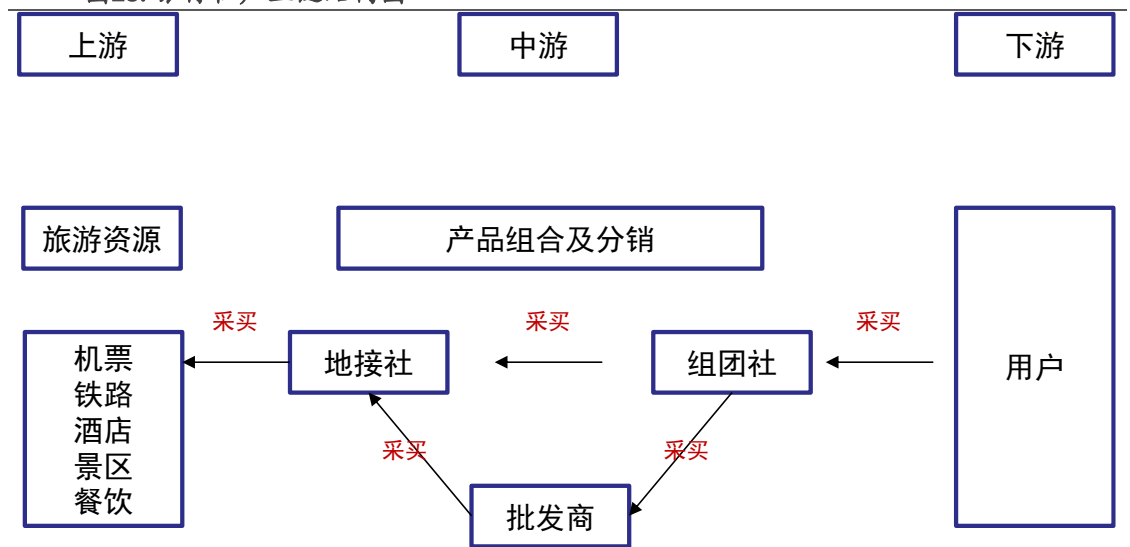
图27. 旅行社导游数量及占比



资料来源：携程，《疫情期间旅游业失业专项调查报告》，安信证券研究中心

从经营维系成本的可变性来看，我们认为疫情期间出清幅度组团社>地接社>批发商，而两端的大量出清也会使得原本掌握更多上下游资源的批发商在需求恢复后快速启动业务，从而带动行业集中度进一步提升。中游旅行社企业大致可分为三类：地接社、组团社及批发商。其中组团社通过线上线下的方式连接用户，经营维系成本主要包括线下门店的租赁及销售人员配置；批发商通过直采或地接社采购上游旅游资源，然后根据用户需求组合产品向组团社进行销售，经营维系成本主要包括办公地点的租赁及销售及业务人员薪资；地接社通过直采上游旅游资源提供目的地服务，经营维系成本主要包括导游薪资、车辆费用。

图28. 旅行社产业链结构图



资料来源：安信证券研究中心绘制

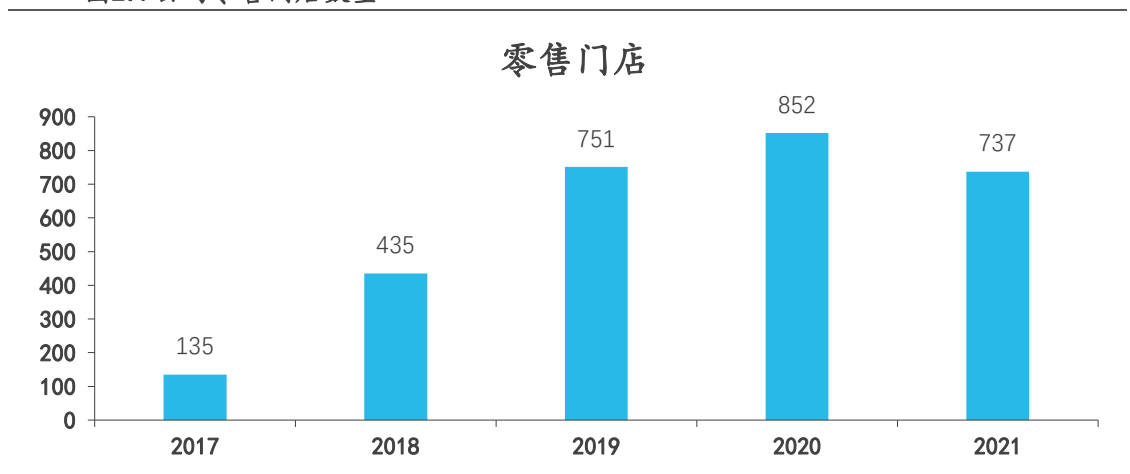
众信旅游作为具有批零一体化渠道优势的出境游服务商，疫后批发与零售业务有望双双强势修复。

1) **批发业务**：疫情期间注册旅行社数量未有减少，但结构发生较大变化，原有的传统线下旅行社门店预计出清幅度较大，更多增量旅行社或主要为线上、个体或其他业态转变而来，新进旅行社在产品采购方面经验不足，以众信为代表的头部批发商有望凭借品牌知名度率先开展各项业务，龙头集中度有望提升。

2) **零售业务**：疫情期间，设有线下门店的旅游零售商预计出清幅度较大。2017 年公司启动合伙人门店方式拓展零售业务，疫情期间公司零售门店数量虽有下降，但截至 2021 年公司零售门店数量仍有 737 家，这部分具有线下门店的零售商在疫后有望最快接触到消费者，具有更高毛利率的零售业务有望实现更高的增速。

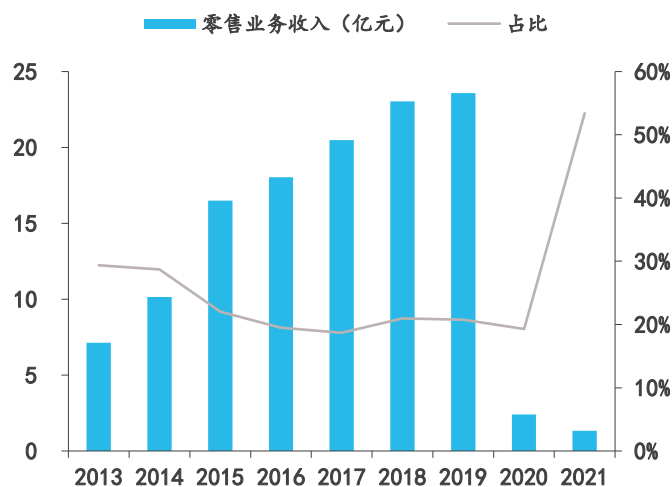
3) **采购端**：地接社在疫情期间同样有一定程度的出清，公司在疫情前就布局部分地接社业务，预计批发业务的旅游产品采买有望更多从外采转向内采或直采，从而降低前端产品成本，提升整体业务毛利率。

图29. 公司零售门店数量



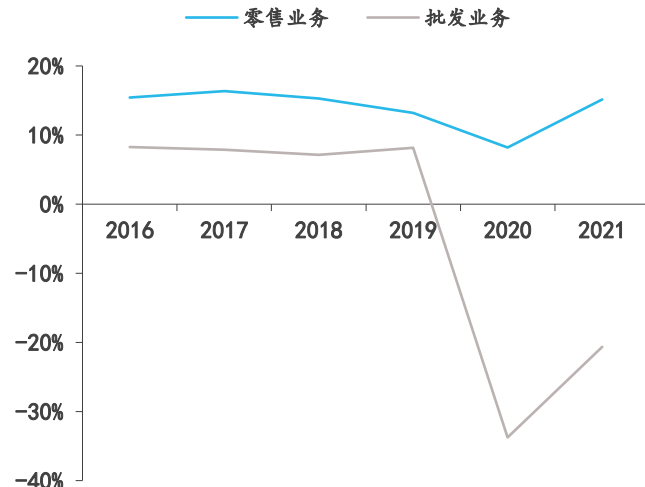
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图30. 零售业务收入及占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图31. 零售和批发业务毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

海外目的地资源布局持续落地，公司对上游资源的把控能力有望帮助经营快速恢复。根据公司公告，近年来，公司已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。1) 上游地接社合作推进：众信旅游在境外近 20 个国家建立目的地服务团队，全国最大的出境游批发商之一。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，在近 20 个国家建立了目的地服务团队。2) 旅游目的地资源加大布局：公司目前在境外拥有超过 100 辆专属大巴车，500 多间自营酒店客房，50 万家合作商户。在日本、瑞士、北欧、澳洲、东南亚海岛等地投资或运营了酒店公寓、小型精品酒店、在线票务公司、地接社等。2019 年，公司又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，同时公司还取得了塞班军舰岛独家特许运营权，使得众信旅游集团直接进入景区资源运营领域，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。3) 目的地运营有望成业绩新增点：目的地资源运营也为公司贡献更多直接的收入及利润，2019 年实现境外收入近 5.9 亿元，同比增长 22%，在公司收入占比提升至 4.65%，毛利占比提升至 11.7%。公司海外目的地资源在疫情前已持续布局，热点地区资源类型不断丰富，区域优势不断提升。本次疫情期间，境外较多旅游目的地资源商经营受损严重，公司凭借已有的上游资源布局以及龙头地位在出境跟团游需求恢复之后有望领先行业修复。

表3：众信境外地接社布局

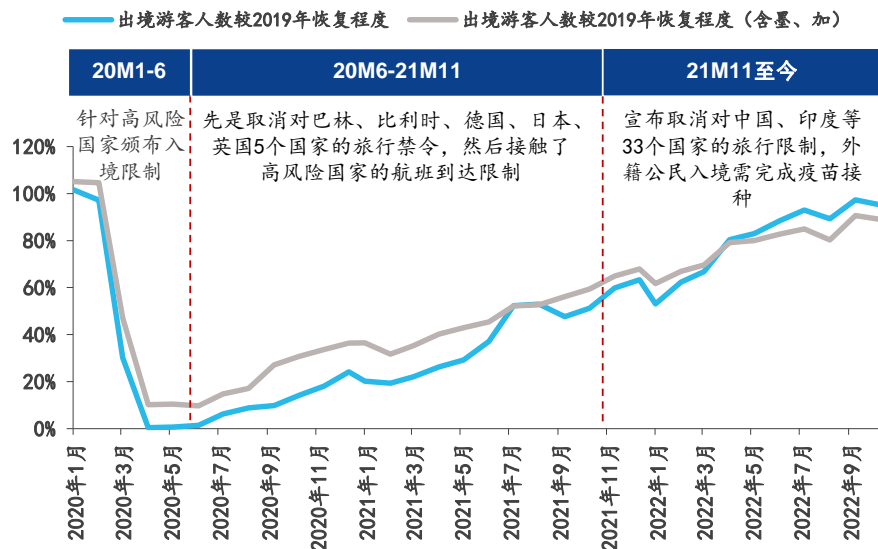
目的地公司	详细情况
日本地接社 RCC	日本最大的华人地接社之一，年服务超过 10 万人次，除了面向中国大陆市场，也接待东南亚旅游团组。
跃动旅行	欧洲主要的华人地接社之一，年服务近 10 万人次，并已在东南亚多个城市设立了销售网点或建立代理关系。
德国开元	欧洲龙头华人组团社，年服务超过 5 万人次，业务覆盖环欧洲大巴游、自由行、定制游等各类旅游项目，多次获得最佳海外目的地产品预订平台殊荣。
美国众信天益	美国西岸龙头华人组团社，年服务人次超过 10 万人次。
法国安赛尔	每年年均总体接待量保持在 10000-12000 人次左右。在巴黎拥有 2 个工作部门：入境旅游部（商旅会展、散客旅游、欧洲旅游班车、游轮客票和各大航空公司机票）和出境旅游部（亦称中国亚洲旅游部，即组织法国企业和公众前往中国和其他亚洲国家从事商旅和普通旅游的工作部门，代售游轮和各大航空公司机票）
TELEFON	波兰巴士公司，2018 年公司在 100 余辆 17-62 座奔驰、沃尔沃和斯堪尼亚等大巴车的基础上，购入豪华车 VDL
U-TOP	众信旅游集团与塞班岛最大的地接社之一 TDI 共同设立，在当地展开旅游项目投资与开发

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

### 3.2. 需求端，政策限制放开，出境游需求有望向疫前水平靠近

从需求端来看，国内春节出游数据佐证防疫政策放松后出游需求快速释放，出入境限制政策放松后预计出境游需求将逐步复苏。参考美国，虽然美国对于本国居民出境后返回没有一直以来没有过多限制政策，主要针对非美国居民入境设有“旅游限制国家”清单，该设定主要依据各自国疫情情况进行调整。然而，随着美国对多国的限制级别的下调，以及出境旅游条件的改善，美国居民出境游的恢复从近距离的墨西哥、加拿大开始修复。到 2022 年 4 月后，可以看到更远距离的出境游恢复节奏加快。由此推演国内出境游预计将以港澳地区、东南亚、日韩、欧美的顺序逐步修复。若全球疫情不出现明显恶化的话，预计整体出境游可恢复至疫情前水平。

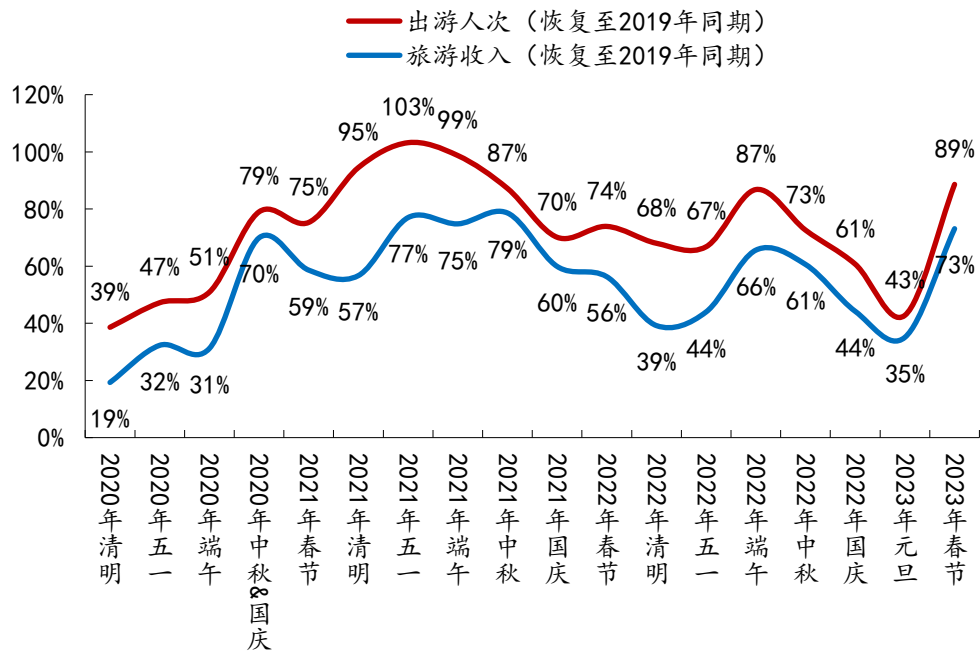
图32. 美国出境游客人数恢复程度



资料来源：NTTO，安信证券研究中心

随着疫情政策全面放开，我国旅行需求已经逐渐恢复，出境游修复在即。2023 年春节期间我国出游人次和旅游收入已经快速恢复，出游人次已经恢复到 2019 年同期的 89%，旅游收入达到 2019 年同期的 73%。预计随着出境游政策的解除，出境旅行的需求也将有序修复。

图33. 国内小长假出游人次恢复程度



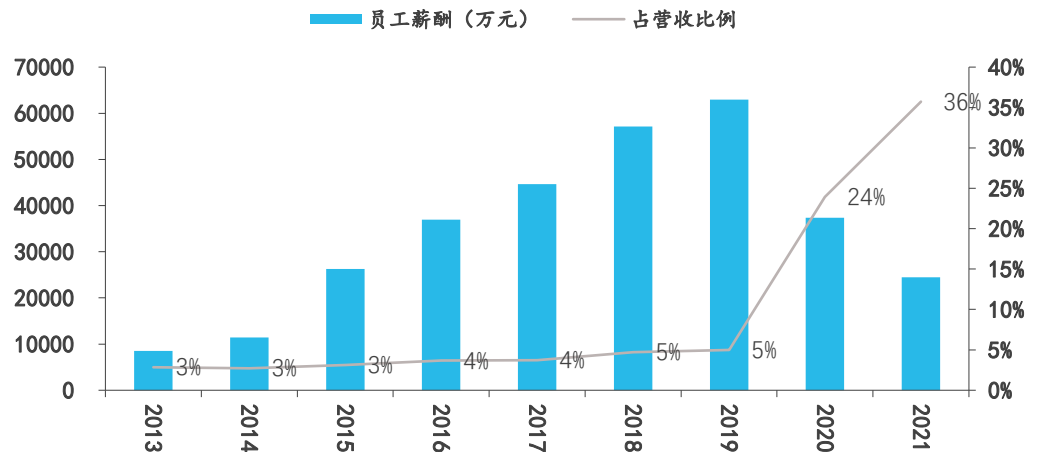
资料来源：文旅部，安信证券研究中心

### 3.3. 内部管理降本提效，疫后利润端修复进度有望放大

成本端，疫情期间公司人员编制较疫情前 2019 年缩减近 6 成，预计员工成本的缩减将随着疫后公司业务逐步恢复，放大利润端修复。疫情期间公司收入受损严重，员工规模缩减幅度较大，但在职员工薪资成本较为刚性，使得其占营收比例在 2020 年以来大幅提升。疫情前公司为加速业务扩张，扩张员工规模，其中销售岗增长明显，这一阶段公司内部费用管理较为粗放，员工效益并未最大化，从人均创收、创利数据来看，2016 年为最高值，随后逐年走低。我们认为疫后员工仍需要必要的补充，但整体数量仍能较 2019 年有所减少。

若以最高人均创收的 2016 年和最高人均创利的 2013 年为标准，2017 年达到公司营收和利润水平，所需员工数量仅为 3700 到 4700 人。根据测算，若营收恢复至疫情前 2017 年的 120 亿元，以 2016 年的人均创收标准（近 10 年来人均创收最高值），公司所需员工总数为 4700 人，以 2013 年的人均创利标准（近 10 年来人均创利最高值），公司所需员工总数为 3700 人。且鉴于近些年公司加大线上分销平台的建设，包括与阿里共建“阿信”线上分销平台，预计经营恢复疫前水平所需员工总量将更少，员工的更优配置有助于进一步放大公司疫后经营修复在利润端的表现。

图34. 公司员工薪酬



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表4：公司员工构成

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
人均创利 (万元)	6.2	6.0	5.2	5.4	4.8	0.5	1.3	-47.9	-26.6
人均薪酬 (万元)	6.1	6.3	7.3	9.3	9.3	11.4	11.5	12.1	14.0
人均创收 (万元)	213.3	230.6	231.5	253.4	249.9	244.4	231.8	51.5	41.0
员工薪酬 (万元)	8550.1	11445.4	26246.3	36939.1	44675.5	57154.2	62937.2	37385.6	24433.7
员工总人数	1409	1829	3616	3987	4821	5005	5468	3089	1745
销售	1156	1473	3034	3410	4117	4291	4736	2555	1389
技术	86	146	144	141	152	148	145	77	33
财务	79	98	180	178	217	201	225	160	97
行政	50	69	162	132	157	186	202	145	96

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.4. 与阿里合作布局旅游分销平台“阿信”，有望重塑生态打开业绩新增点

与阿里合资成立的旅游产品分销平台“阿信”已上线。公司与阿里旅行共同出资设立的合资公司“阿信网络”于2020年11月成立，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。该合资公司注册资本人民币1.5亿元，公司与阿里旅行分别出资45%及55%。

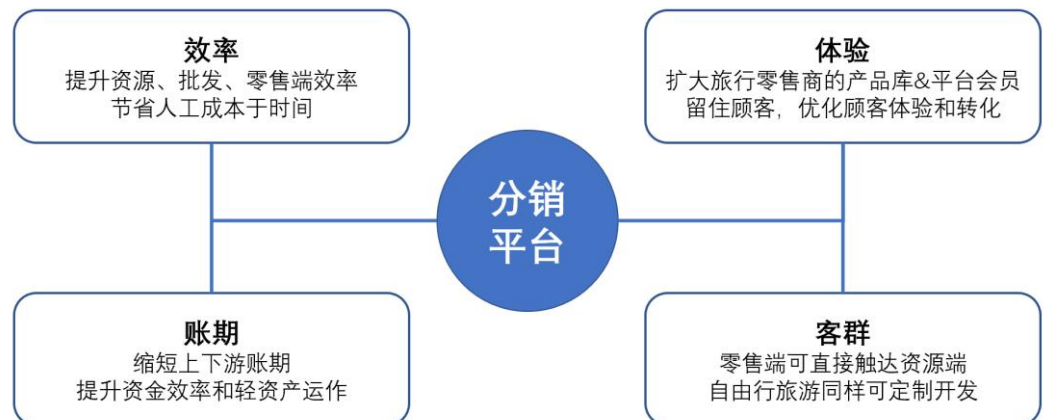
图35. 阿信分销平台官网



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

全域旅游分销平台为旅游领域 B2B 平台型产品，模式若成功推广有望显著提升各环节经营效率及旅游产品质量及品类。本次众信旅游与阿里旅游（主体为飞猪）成立的合资公司，相对双方的现有业务（阿里的飞猪、众信的旅游批发）而言均为一块增量新业务，市场空间广阔，且有望提升国内旅游行业的资源端、批发端、零售端等线上化程度，相比目前均以线下商谈的 B2B 模式而言，可优化旅游行业的匹配、渠道、获客和资金等各环节效率，并同时为阿里和众信打开一个新的利润增长空间。

图36. 全域旅游分销平台有望在多层面为企业带来赋能



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 投资建议

1月20日，文旅部发布通知，宣布自2023年2月6日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务。出境跟团游限制打开，公司境外游业务将逐步恢复，疫情3年行业长尾出清，行业集中度提升，预计龙头恢复水平高于行业平均；而应对旺盛的需求，短期供给侧无法快速补充，消费者对价格敏感度较低，产品提价空间可期。我们预计公司2023/2024年的实现收入**87、142**亿元，对应净利润**2.1、3.9**亿元。参考旅行社行业A股上市岭南控股/ST凯撒/H中青旅，给予众信旅游对应2023年PE 30X，首次给予买入-A评级，6个月目标价为11.9元。

表5：公司收入分拆（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,370.22	10,104.0	12,047.9	12,231.2	12,676.8	1,592.18	714.84	450.38	8,743.1	14,264.1
YOY			19.2%	1.5%	3.6%	-87.7%	-56.2%	-37.3%	1841.3%	63.1%
整合营销服务	808.32	706.78	877.41	960.93	996.11	290.02	424.74	297.32	467.21	513.94
YOY		-12.6%	24.1%	9.5%	3.7%	-70.9%	46.5%	-30.0%	10.00%	10.00%
国内游及单项产品	63.52	134.17	172.68	185.97	235.67				235.67	271.02
YOY		111.2%	28.7%	7.7%	26.7%					15.00%
其他旅游服务	0.16	20.12	18.23	59.75	55.15				55.15	55.15
YOY		12475%	-9.4%	227.8%	-7.7%					0.00%
其他行业产品	4.91		15.75	31.81	40.64	54.76	40.05	28.04	40.64	40.64
YOY			102.0%	27.8%	-41.2%	-61.2%	-30.0%			
旅游批发	5,843.62	7,440.38	8,914.85	8,689.87	8,991.74	1,006.81	116.55	58.28	6,294.2	10,790.0
YOY		27.3%	19.8%	-2.5%	3.5%	-88.8%	-88.4%	-50.0%	10700.9%	71.4%
旅游零售	1,649.69	1,802.55	2,049.06	2,302.88	2,357.55	240.59	133.50	66.75	1,650.29	2,593.31
YOY		9.3%	13.7%	12.4%	2.4%	-89.8%	-44.5%	-50.0%	2372.3%	57.1%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表6：可比公司估值表

公司名称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	净利润				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000524.SZ	岭南控股	11.8	79.0	-1.3	-1.7	1.5	2.8	-	-	53.0	28.1
000796.SZ	ST凯撒	5.6	44.9	-6.9	-3.3	-1.7	1.0	-	-	-	44.9
600138.SH	中青旅	14.1	102.1	0.2	-2.0	3.5	5.5	480.7	-	29.4	18.6
平均										41.2	30.5

资料来源：安信证券研究中心

## 5. 风险提示

### 1) 新冠疫情影响超预期风险。

新冠疫情若再次大规模爆发，会严重影响游客的外出旅游选择，从而对公司业务产生不利影响。

### 2) 宏观经济波动风险。

旅游业务受宏观经济影响较大，国民生产总值、居民可支配收入、全国人口总数等宏观经济指标的变动与旅游行业的发展密切相关。如未来国内宏观经济持续低迷，居民可支配收入下降，国人可能会减少境内外旅游等方面的消费金额和频次，进而对上市公司的经营业绩产生重大影响。

### 3) 市场竞争加剧风险。

我国旅游人次在疫情前快速增长，旅游消费逐年递增，2019 年中国内地公民出境旅游达 1.55 亿人次。行业关注度提高，使得旅游行业，特别是出境旅游行业成为产业投资的热点，促进旅游行业不断提升线上线下的应用功能和服务水平，行业的整合和演变加速，市场竞争日趋激烈。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,592.2	714.8	450.4	8,743.2	14,264.1	成长性					
减:营业成本	1,834.1	643.3	371.7	7,796.8	12,707.3	营业收入增长率	-87.4%	-55.1%	-37.0%	1,841.3%	63.1%
营业税费	1.8	2.1	0.7	8.7	14.3	营业利润增长率	-1,671.5%	-64.8%	-58.1%	-214.3%	90.7%
销售费用	473.1	316.3	220.7	445.9	684.7	净利润增长率	-2,257.5%	-68.6%	-54.2%	-199.3%	87.6%
管理费用	134.1	128.5	90.1	113.7	156.9	EBITDA 增长率	-125.3%	356.2%	-34.6%	-295.9%	78.0%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	-148.7%	218.2%	-33.0%	-261.6%	85.4%
财务费用	78.2	73.4	38.9	66.2	106.2	NOPLAT 增长率	-1,511.8%	-69.8%	-56.2%	-234.7%	85.4%
资产减值损失	-767.8	-41.6	-	-	-	投资资本增长率	-114.8%	123.7%	-94.2%	-1,390.9%	-6.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-1.3	0.2	0.3	净资产增长率	-71.5%	-83.2%	104.6%	98.0%	93.2%
投资和汇兑收益	-26.6	-15.3	-	-	-						
营业利润	-1,850.2	-651.7	-272.9	312.0	595.1	利润率					
加:营业外净收支	8.9	8.2	5.1	7.4	6.9	毛利率	-15.2%	10.0%	17.5%	10.8%	10.9%
利润总额	-1,841.3	-643.5	-267.8	319.4	602.0	营业利润率	-116.2%	-91.2%	-60.6%	3.6%	4.2%
减:所得税	-186.4	-109.0	-26.8	79.9	150.5	净利润率	-93.0%	-65.0%	-47.3%	2.4%	2.8%
净利润	-1,480.3	-464.4	-212.9	211.3	396.4	EBITDA/营业收入	-4.4%	-44.3%	-45.9%	4.6%	5.1%
						EBIT/营业收入	-6.9%	-48.8%	-52.0%	4.3%	4.9%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	16	22	13	0	-1
货币资金	1,053.0	756.3	36.0	699.5	1,141.1	流动营业资本周转天数	8	-339	-408	0	6
交易性金融资产	-	1.9	0.6	0.9	1.1	流动资产周转天数	560	780	651	77	77
应收帐款	393.6	248.6	41.8	1,269.7	473.7	应收帐款周转天数	159	162	116	27	22
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	1	2	1	0	0
预付帐款	179.6	50.7	73.2	1,226.3	891.6	总资产周转天数	1,025	2,150	2,689	126	106
存货	4.8	2.1	0.1	2.1	1.5	投资资本周转天数	164	-205	-238	8	10
其他流动资产	171.9	235.9	181.1	196.3	204.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-175.6%	-142.1%	-44.5%	30.7%	36.5%
长期股权投资	50.2	99.1	99.1	99.1	99.1	ROA	-49.3%	-10.3%	-15.6%	5.3%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	-93.6%	190.6%	37.3%	-869.2%	124.8%
固定资产	60.6	26.4	5.1	-16.2	-34.2	费用率					
在建工程	155.3	141.2	141.2	141.2	141.2	销售费用率	29.7%	44.2%	49.0%	5.1%	4.8%
无形资产	69.5	14.1	8.3	2.4	-	管理费用率	8.4%	18.0%	20.0%	1.3%	1.1%
其他非流动资产	955.9	965.8	961.8	940.4	951.8	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	3,357.4	5,180.2	1,548.3	4,561.5	3,871.4	财务费用率	4.9%	10.3%	8.6%	0.8%	0.7%
短期债务	887.1	574.4	223.5	326.1	419.7	四费/营业收入	43.0%	72.5%	77.6%	7.2%	6.6%
应付帐款	1,069.0	1,126.0	287.3	925.6	1,051.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	78.9%	95.3%	84.2%	89.4%	75.9%
其他流动负债	269.5	254.5	278.4	1,567.8	323.5	负债权益比	374.3%	2,031.6%	534.6%	844.3%	314.8%
长期借款	9.6	6.4	12.7	799.6	669.4	流动比率	0.81	0.66	0.42	1.20	1.51
其他非流动负债	414.3	461.5	502.4	459.4	474.4	速动比率	0.81	0.66	0.42	1.20	1.51
负债总额	2,649.6	2,422.7	1,304.3	4,078.4	2,938.1	利息保障倍数	-1.40	-4.76	-6.02	5.71	6.60
少数股东权益	-135.2	-207.5	-234.2	-206.4	-152.6	分红指标					
股本	906.3	906.3	982.7	982.7	982.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	172.2	-291.6	-504.5	-293.2	103.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	707.9	119.3	244.0	483.1	933.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-1,654.9	-534.6	-212.9	211.3	396.4	EPS(元)	-1.51	-0.47	-0.22	0.22	0.40
加:折旧和摊销	53.8	69.9	27.1	27.1	20.4	BVPS(元)	0.86	0.33	0.49	0.70	1.11
资产减值准备	767.8	184.6	-	-	-	PE(X)	-6.3	-20.1	-43.9	44.3	23.6
公允价值变动损失	-	-	-1.3	0.2	0.3	PB(X)	11.1	28.6	19.6	13.6	8.6
财务费用	87.6	85.7	38.9	66.2	106.2	P/FCF	56.3	-22.1	-8.8	15.2	23.4
投资收益	26.6	15.3	-	-	-	P/S	5.9	13.1	20.8	1.1	0.7
少数股东损益	-174.6	-70.2	-28.1	28.2	55.0	EV/EBITDA	-51.9	-13.3	-42.7	22.4	12.0
营运资金的变动	1,121.8	-141.5	-559.2	-456.1	-5.9	CAGR(%)	-152.5%	-194.5%	-246.0%	-152.5%	-194.5%
经营活动产生现金流量	177.1	-257.4	-735.5	-123.0	572.4	PEG	-	0.1	0.2	-0.3	-0.1
投资活动产生现金流量	-64.5	212.8	2.6	-0.4	-0.6	ROIC/WACC	-9.0	18.3	3.6	-83.6	12.0
融资活动产生现金流量	-36.7	-275.7	12.7	786.8	-130.2	REP	1.6	-0.4	-75.4	-0.3	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明 ■ ■ ■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034