

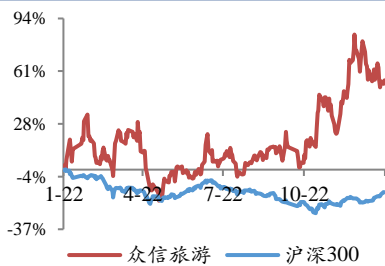
出境游龙头，疫后业绩弹性可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-18

收盘价(元)	9.49
近12个月最高/最低(元)	11.23/4.92
总股本(百万股)	983
流通股本(百万股)	814
流通股比例(%)	82.86
总市值(亿元)	93
流通市值(亿元)	77

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 防疫政策优化，出境游、国内游有望逐步复苏

疫情反复影响，旅游经营承压，出境游基本暂停，国内游2022Q1~Q3旅游人次仅恢复到2019年46%。随着防疫政策优化，出行限制减少，出入境逐步放开，出境游、国内游有望逐步恢复。参考美国数据，放开境内游后8个月，旅游人次已经恢复到2019年80%以上；2022.3以后各国陆续放开入境限制，经过6个月美国出境游人次恢复至2019年90%以上。

● 渗透率提升&消费升级，助推出境游、国内游长线增长

中长期出境游、国内游仍具备较大增长潜力。**出境游**：我国出境游2019年渗透率仅为12.0%，远低于全球26.5%渗透率水平。随着众多新航线开通以及城镇化率提升，非一线城市成为主要增长引擎，疫情前二线、三线及以下城市出境游人次复合年增长率分别达到124%、160%，有望带动渗透率进一步提升；**国内游**：疫情前消费升级趋势下，国内游人均支出逐步增长，疫情反复导致出行受限，人均支出略有下降，但也催化了国内游从观光游逐步向主题化、个性化休闲游过渡，疫情好转后，旅游消费升级进程有望延续。

● 疫情期间加速布局国内市场，疫后出境游复苏弹性可期

国内游：疫情期间，公司加速布局国内市场，自主研发国内热门旅游目的地产品，推出亲子学堂、暑假研学等特色产品，缓解经营压力，2022H1旅游批发、零售、整合营销业务分别实现营收0.09、0.27、0.77亿元。

出境游：疫情影响下，出境游受阻，旅行社经营承压，供给端逐步出清，2021年旅行社从业人数为22.88万人，仅为2019年67%。公司长期深耕出境游，在品牌影响力、旅游产品品质、线上线下渠道覆盖等方面优势显著。出入境管制放开后，出境游回补下，公司业绩有望释放弹性。

● 投资建议

随着防疫政策优化，出行管制减少，出入境有序恢复，出境游、国内游快速回补，公司有望释放业绩弹性。中长期来看，出境游渗透率仍有提升空间，国内游消费升级进程延续，叠加公司布局B2B分销、数字藏品业务，打造新的增长点，长期具有较大增长空间。我们预计公司2023~2024年EPS分别为0.01、0.05元/股，对应当前股价PE分别为641、173倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

出境游、国内游复苏不及预期；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	715	410	6693	9707
收入同比(%)	-55.1%	-42.6%	1531.8%	45.0%
归属母公司净利润	-464	-167	14	53

净利润同比 (%)	68.6%	64.1%	108.6%	270.3%
毛利率 (%)	6.0%	18.0%	10.4%	10.4%
ROE (%)	-142.1%	-16.6%	1.4%	5.0%
每股收益 (元)	-0.51	-0.17	0.01	0.05
P/E	—	—	641.37	173.22
P/B	15.65	9.15	9.02	8.58
EV/EBITDA	-13.22	-62.83	109.28	73.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 领先旅游综合运营商，打造国内国外双循环	5
2 国内游、出境游复苏在即，未来仍有较大空间	8
3 积极求变，打造新的增长点	14
3.1 加速拓展国内市场，拥抱国内国外双循环	14
3.2 携手阿里，发力旅游产品 B2B 平台	17
3.3 牵手天地在线，布局文旅数字化产业链	18
盈利预测及投资建议:	20
盈利预测	20
投资建议	21
风险提示:	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 董事会与高管层成员介绍 (截至 2022H1)	6
图表 3 2014~2022Q3 公司营收及增速变化	7
图表 4 2014~2022Q3 公司归母净利润及增速变化	7
图表 5 2014~2019 各业务营收变化	7
图表 6 2020~2022H1 各业务营收变化	7
图表 7 2020~2022H1 各业务毛利率	8
图表 8 2020~2022Q3 费用率情况	8
图表 9 国内旅游人数及增速	8
图表 10 国内旅游收入及增速	8
图表 11 出境游人数及增速	9
图表 12 出境游支出及增速	9
图表 13 节假日国内游人次恢复情况	9
图表 14 节假日国内游收入恢复情况	9
图表 15 美国出行人数相对于 2019 年恢复程度	10
图表 16 美国国内休闲游、商务游人次	11
图表 17 美国国内休闲游、商务游支出	11
图表 18 美国国内游人次	11
图表 19 美国国内游支出	11
图表 20 美国出境游人次相对于 2019 年恢复程度	12
图表 21 美国出境游支出相对于 2019 年恢复程度	12
图表 22 全球入境管制情况 (截至 2022.12.30)	12
图表 23 国内游人均支出	13
图表 24 全国居民人均消费支出	13
图表 25 暑假热门旅游主题分布	13
图表 26 我国出境游渗透率与全球出境游渗透率对比	13
图表 27 我国城镇化率	14
图表 28 城镇居民人均可支配收入及增速	14
图表 29 国际航线数量及民航里程增长	14
图表 30 疫情前出境游人次复合年增长率	14
图表 31 出境游业务	15
图表 32 国内游业务拓展情况	16
图表 33 “旅游+”布局	17
图表 34 公司股权结构 (截至 2022Q3)	17
图表 35 与阿里网络合作内容	17
图表 36 阿信分销平台整合产业链资源	18
图表 37 与天地在线合作内容	19
图表 38 数字藏品销售额及增速	20
图表 39 数字藏品市场完全打开后二级市场规模 (亿元)	20
图表 40 运营逻辑	20
图表 41 U2NFT+U2META 全局逻辑	20

1 领先旅游综合运营商，打造国内国外双循环

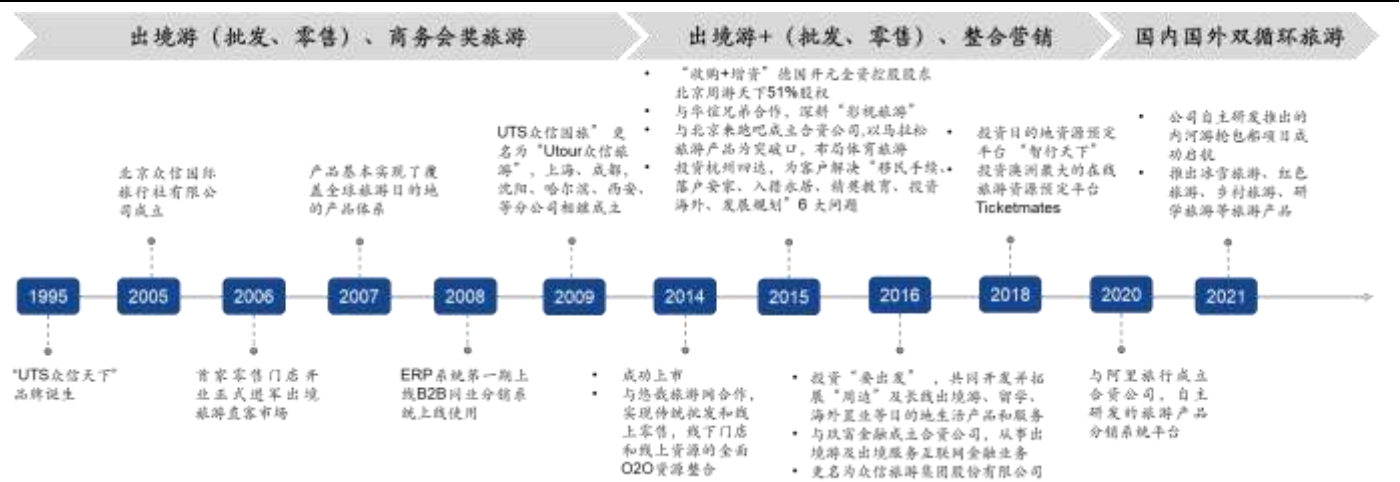
众信旅游集团股份有限公司（后简称“众信旅游”或“公司”）前身为北京有朋国际旅行社，成立于1992年。公司在发展过程中，敏锐洞察消费需求，不断拓展业务范围，现已成为国内领先的大型旅游产品和服务综合运营商。公司主要发展历程如下：

(1) 2005~2014：线上线下结合，做强做大批发业务，拓展零售+商务会奖旅游业务。公司抓住2004年以来长线出境游快速发展机遇，整合上游资源，研发出符合不同层次需求、有特色的、性价比高的出境游产品，通过线上线下结合方式进行营销，做强做大批发业务，之后逐步拓展零售业务、商务会奖旅游业务，发展成为国内领先的出境游运营商，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出境游市场上具有较强的竞争优势。2014年，公司成功在深交所上市。

(2) 2015~2019：出境游拓展至“旅游+”出境服务，商务会奖旅游升级为整合营销业务。为了满足日益多样化、个性化的消费需求，公司打通出境游上中下游产业链，实现业务升级：（1）适时推出了与出境游相关的游学留学、移民置业、海外酒店公寓运营、旅游金融、健康医疗等“旅游+”服务；（2）搭建了以商务会奖旅游为基础，以活动公关策划为核心，为客户提供营销咨询、策划运营、参展观展、路演发布、奖励旅游等多元化、一站式整合营销服务。公司逐步从领先的出境旅游运营商向全方位的出境综合服务提供商转变。

(3) 2020~2022：疫情加速国内游拓展，打造国内国外双循环。2020年疫情爆发，海外旅游停滞，全球旅游业格局发生重大变革，公司积极转变业务方向，对国内游投入更多精力，积极布局旅游+N和周边游模式，助力旅游市场复苏，打造国内国际双循环发展新格局。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司管理层经验丰富，应变能力突出。公司管理层及核心团队组建超过20年，核心团队成员均深耕行业多年且均为股东，具有丰富的从业经验和管理经验。在面对新冠疫情等外部变化，公司管理层审时度势，积极采取措施应对外部环境的变化，

助力公司业务复苏，同时吸收阿里巴巴集团旗下飞猪旅行副总裁赵磊成为董事，任命财务总监吕菊蓉等，为公司管理层注入新力量。

图表 2 董事会与高管层成员介绍 (截至 2022H1)

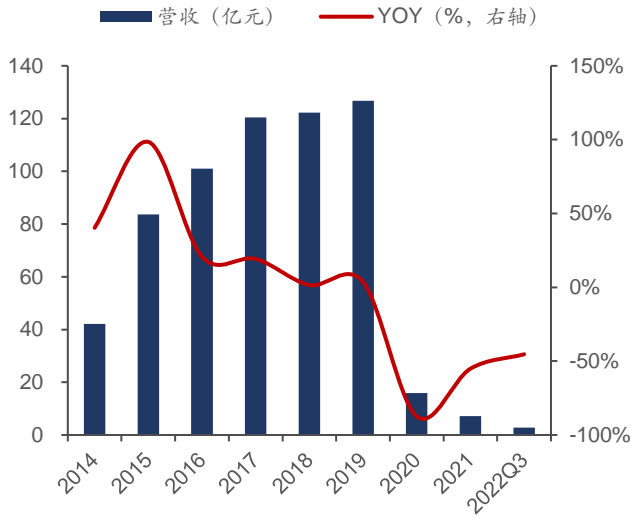
姓名	职务	任职时间	履历介绍
冯滨	董事长、总经理	2011.4	高中学历。曾任北京福康旅行社（北辰旅游）部门经理，北京国际商旅公司部门经理，中信旅游总公司部门副经理，中商国际旅行社部门经理；现任众信旅游集团股份有限公司战略委员会召集人,战略委员会委员,董事,提名委员会委员,总经理,董事长。
张一满	董事、副总经理	2018.5	本科学历。曾任竹园国际旅行社有限公司出境部人事行政经理、总经理，众信旅游总经理助理；现任众信旅游集团股份有限公司审计委员会委员,副总经理,董事,薪酬与考核委员会委员。
郭镭	董事、董事会秘书	2018.6	硕士研究生学历。曾任任华泰联合证券有限公司投资银行总部董事，众信旅游集团股份有限公司战略投资部总监；现任众信旅游集团股份有限公司董事,战略委员会委员,董事会秘书,副总经理。
吕菊蓉	财务总监	2021.6	本科学历，中国注册会计师、中国注册评估师。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，优耐德（北京）国际旅行社有限公司财务总监；现任众信旅游集团股份有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

疫情冲击，经营承压。公司 2019 年实现营收 126.77 亿元，其中出境游占比在 90% 以上，2020 年新冠疫情爆发，出境旅游业务严重受阻。公司集中发力国内游，经营得到一定程度改善，2021 年旅游批发、零售、整合营销业务分别实现营收 1.17、1.33、4.25 亿元，整合营销业务成为公司营收贡献主体，占比 62.1%，受益于降本增效，整合营销业务毛利率从 2020 年 8.22% 提升至 2021 年 8.92%。国内疫情反复，防疫政策管控下客流量受到一定影响，公司经营仍然承压，2022Q1~3 公司实现营收 2.75 亿元，同比下降 45%，归母净利润亏损 1.32 亿元，同比下降 36%。

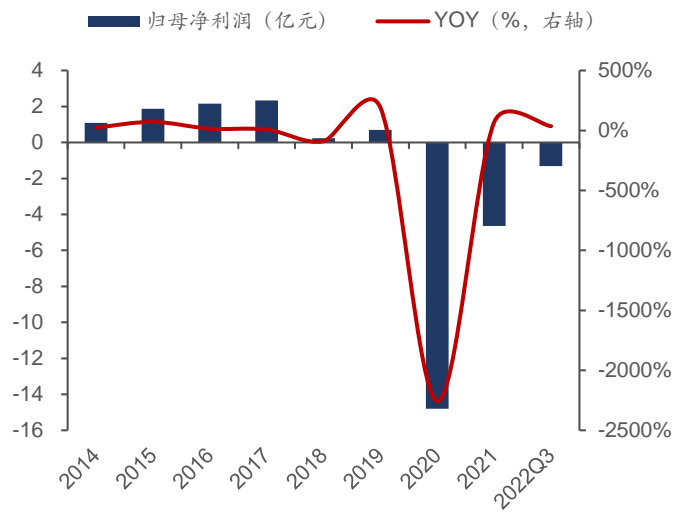
疫情防控优化，有望释放业绩弹性。2022.12.7 新十条发布，防疫政策进一步优化，国内出行管制放开，各省相继出现感染高峰，旅客人数恢复程度可能受到一定影响，之后会逐步呈现复苏趋势，公司在疫情期间开拓的国内游项目有望实现快速增长。2022.12.26 卫健委发布通知，优化中外人员往来管理，有序恢复出境游旅游，有望带动公司出境游业务复苏。

图表 3 2014~2022Q3 公司营收及增速变化



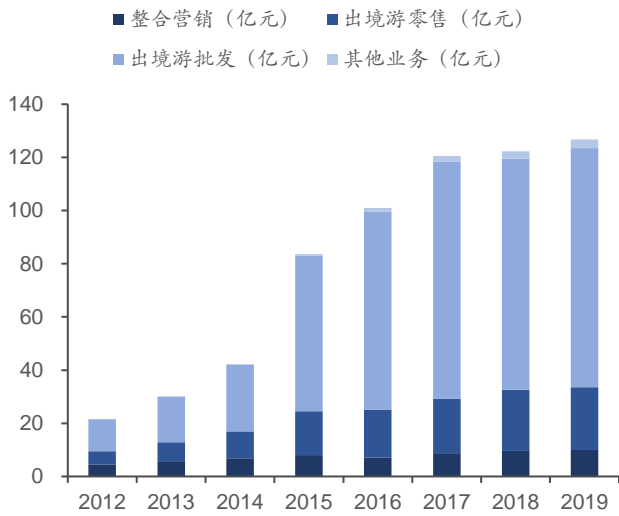
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 2014~2022Q3 公司归母净利润及增速变化



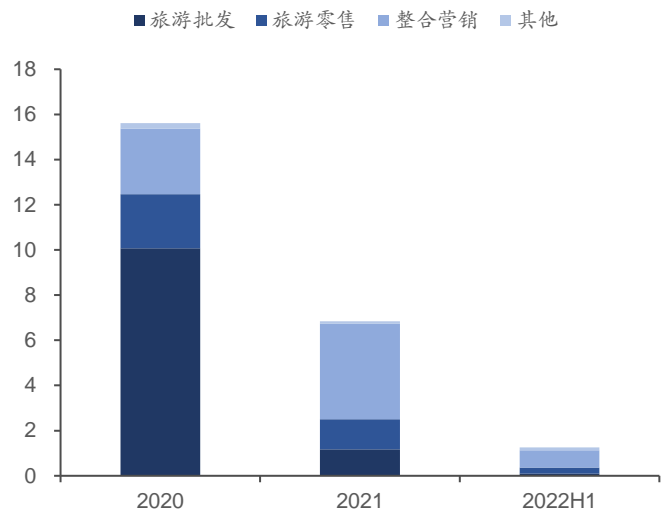
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 2014~2019 各业务营收变化



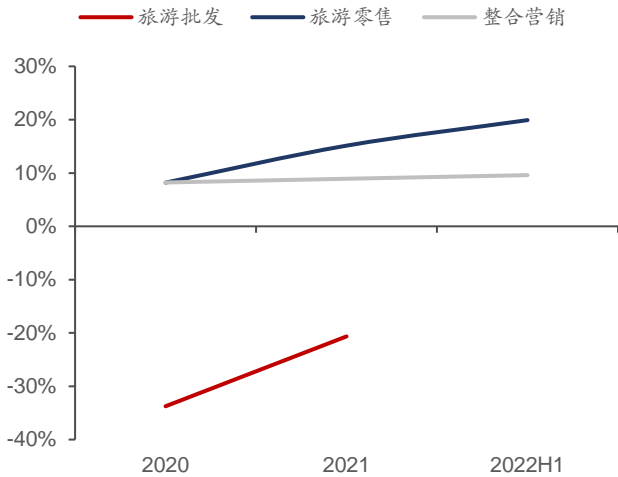
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 2020~2022H1 各业务营收变化



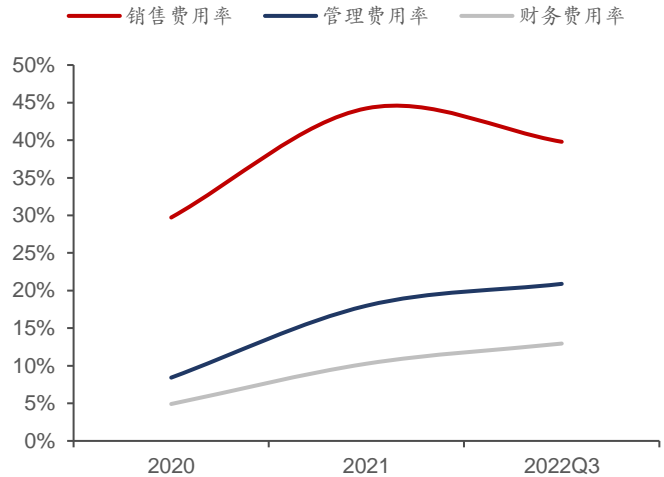
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 2020-2022H1 各业务毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 2020-2022Q3 费用率情况

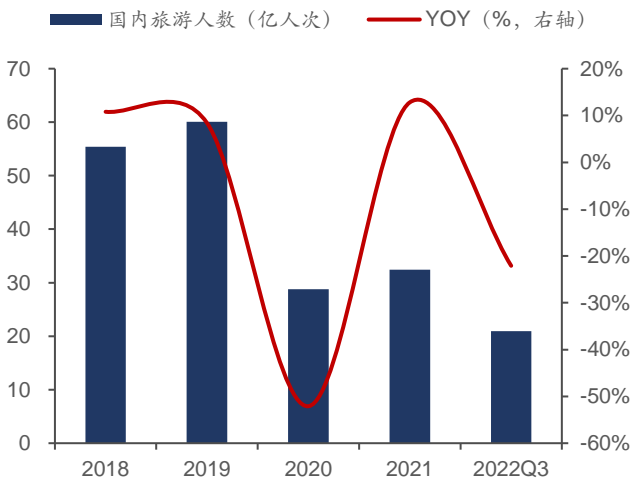


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 国内游、出境游复苏在即，未来仍有较大空间

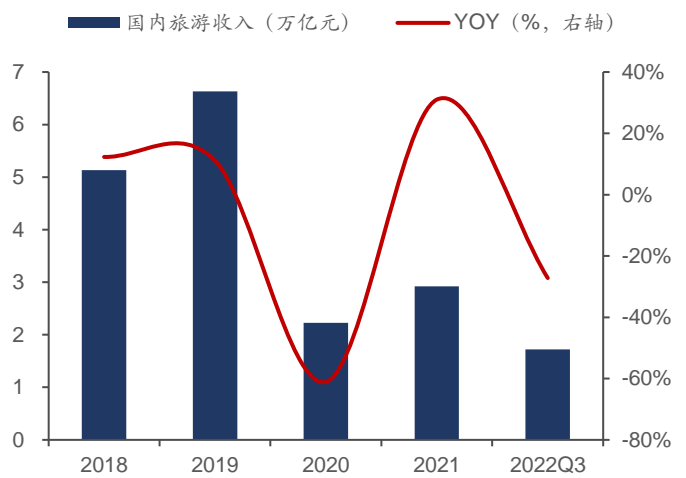
疫情反复下，旅游经营承压。2020 年疫情爆发，疫情防控措施下，出行受到一定限制，(1) 国内游方面，2020 年国内旅游人数 28.79 亿人次，国内旅游收入 2.23 万亿元，分别恢复至 2019 年 47.9%、33.6%。2021 年相比 2020 年疫情整体可控，国内旅游人数有所恢复，为 32.46 亿人次 (+12.80%)，国内旅游收入 2.92 亿元 (+31.00%)，分别恢复至 2019 年 54.0%、44.0%。2022 年前三季度受上海、海南等主要旅游出发地、目的地疫情影响，2022Q1~Q3 旅游人数降至 2019 年同期 45.6%。(2) 出境游方面，2020 年我国出境游人数仅为 0.2 亿人次，仅为 2019 年 13.1%，出境游支出 1311 亿美元，为 2019 年 51.5%。

图表 9 国内旅游人数及增速



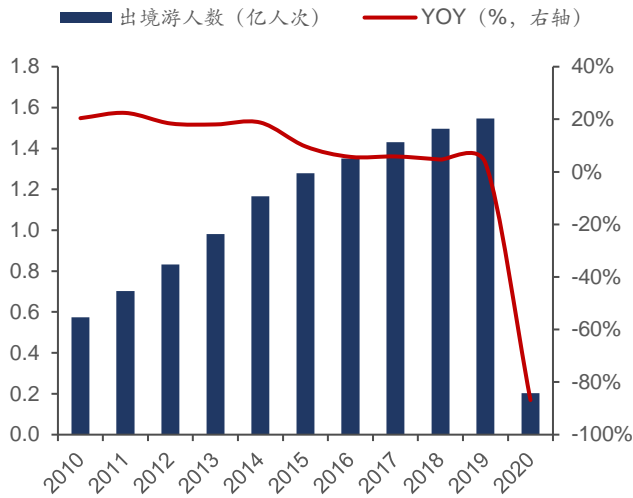
资料来源：文旅部，华安证券研究所

图表 10 国内旅游收入及增速



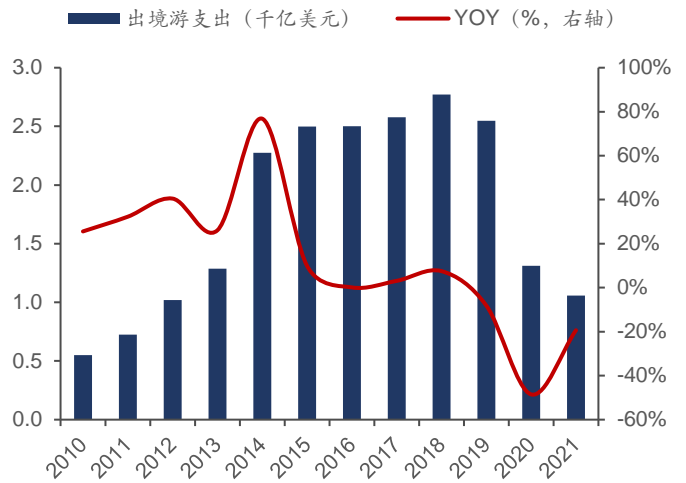
资料来源：文旅部，华安证券研究所

图表 11 出境游人数及增速



资料来源: UNWTO, 华安证券研究所

图表 12 出境游支出及增速

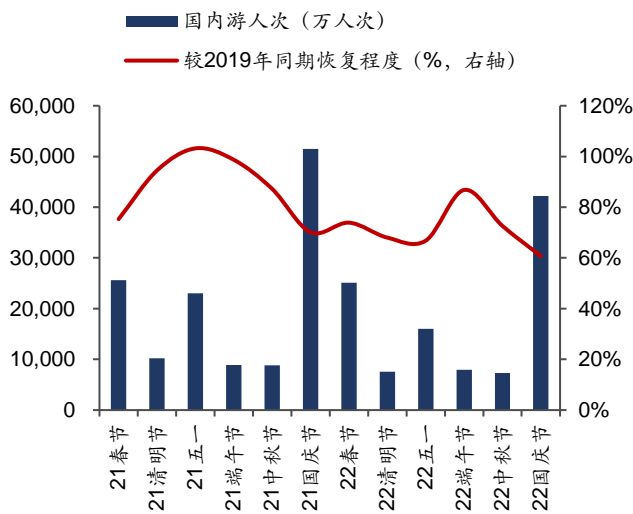


资料来源: UNWTO, 华安证券研究所

防疫政策优化, 国内游、出境游复苏在即。2022.12 以来, 防疫政策不断优化, 2022.12.7 新十条发布, 放开出行管制, 2022.12.9 文旅部发布新指南, 不再要求旅游景区查验核酸证明和健康码, 2022.12.26 卫健委发布通知, 优化中外人员往来管理, 有序恢复出境游旅游。参考节假日期间旅游消费情况以及美国取消旅行禁令后的恢复情况, 我们认为旅游消费会按照国内游>出境游, 休闲游>商务游次序逐步恢复:

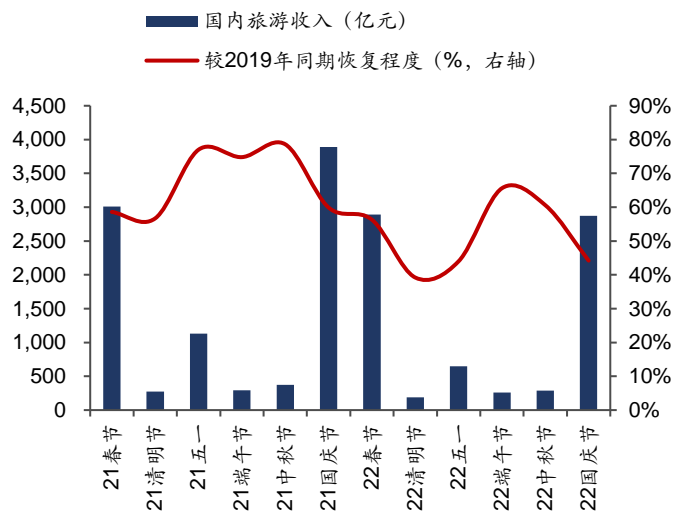
(1) **节假日出行人数增加, 旅游消费弹性复苏。**2020~2022 主要节假日期间, 国内游人次基本恢复到 2019 年同期 60% 以上, 其中 2021 年五一期间疫情较为平稳, 2022 年端午节上海疫情好转, 国内游人次分别恢复到 2019 年同期的 103.2%、86.8%, 国内游旅游收入分别恢复至 2019 年的 77.0%、65.60%, 旅游消费具有较大弹性。

图表 13 节假日国内游人次恢复情况



资料来源: 文旅部, 华安证券研究所

图表 14 节假日国内游收入恢复情况

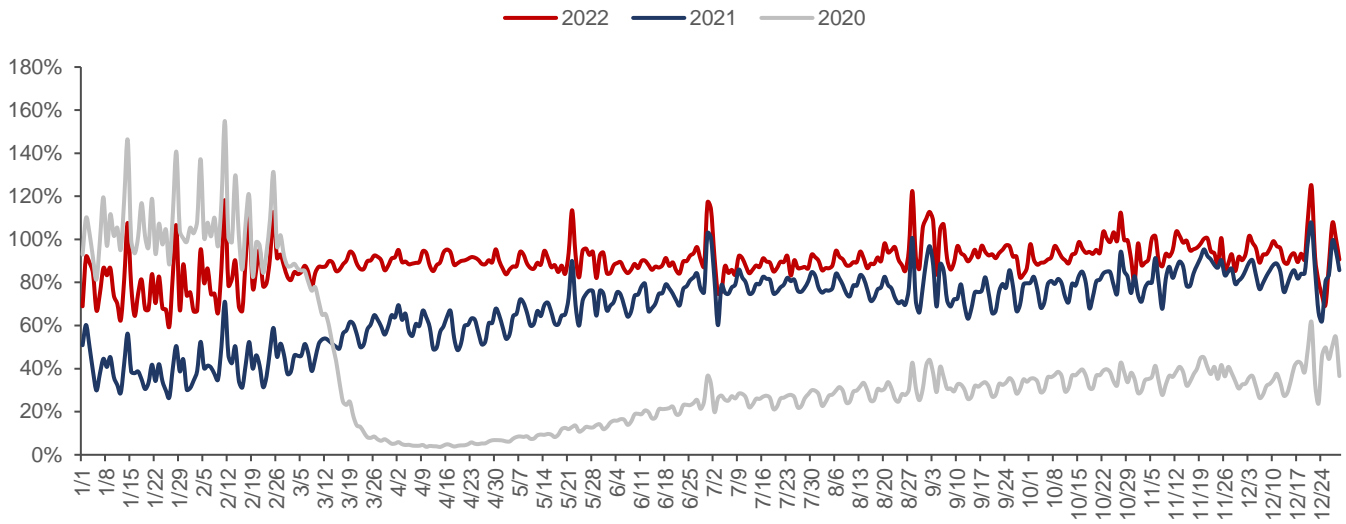


资料来源: 文旅部, 华安证券研究所

(2) 2022 年美国出行人数恢复至 2019 年 90% 以上, 国内游支出恢复至 2019 年 90% 以上 (休闲游、商务游分别为 98%、73%), 出境游支出恢复至 2019 年 80% 以上。

① 出行人数: 美国 2021.4.2 CDC 公告完全接种新冠疫苗人群在美国境内可恢复旅行, 2021.4~5 出于谨慎心理, 美国出行人数仅恢复到 2019 年的 50%~60% 水平, 略高于 2021.3, 之后出行人数震荡中逐步恢复, 2021.12 恢复到 2019 年 80% 以上, 2022 年出行人数基本保持平稳, 恢复到 2019 年 90% 以上。

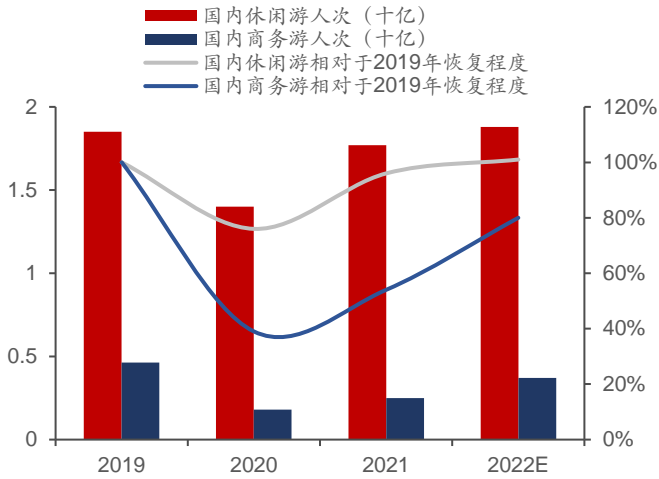
图表 15 美国出行人数相对于 2019 年恢复程度



资料来源: TSA, 华安证券研究所

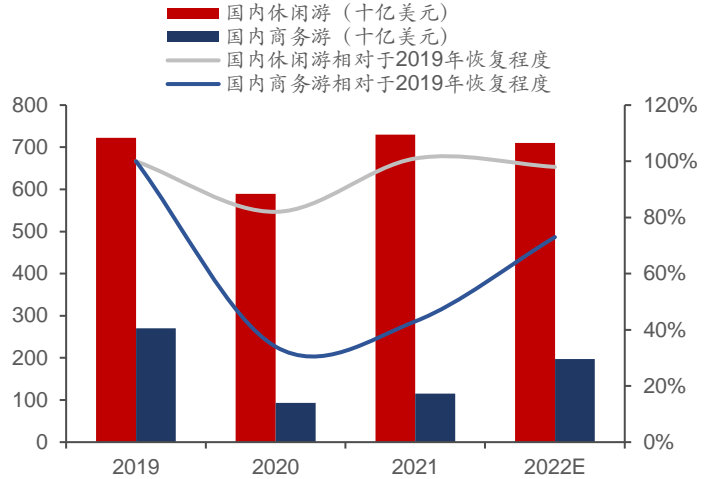
② 国内游: 在出行人数增多带动下, 2021 年国内游人次、支出分别恢复至 2019 年的 87%、85%, 2022 年分别恢复至 97%、91%。具体来看, 2021 年休闲游、商务游人次分别恢复至 2019 年的 96%、54%, 2022 年分别恢复至 2019 年的 101%、80%; 2021 年国内休闲游、商务游支出分别恢复至 2019 年的 101%、43%, 2022 年分别恢复至 2019 年的 98%、73%。

图表 16 美国国内休闲游、商务游人次



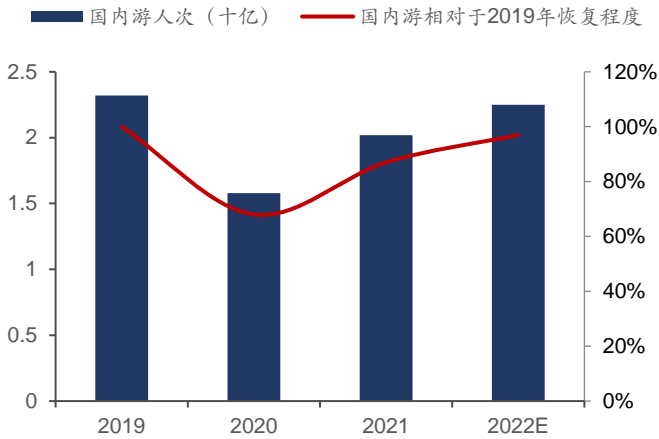
资料来源: USTA, 华安证券研究所

图表 17 美国国内休闲游、商务游支出



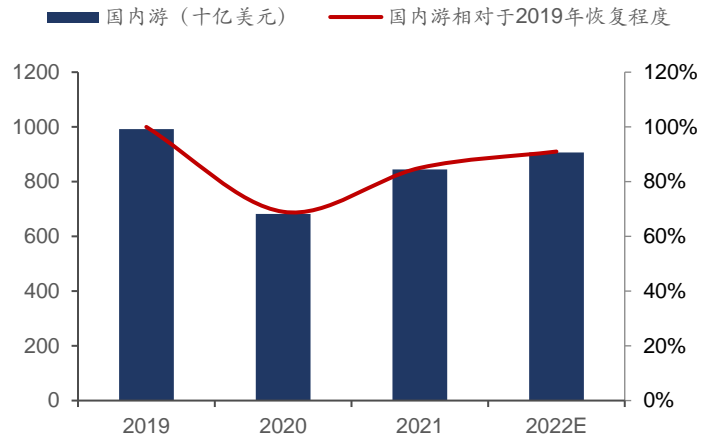
资料来源: USTA, 华安证券研究所

图表 18 美国国内游人次



资料来源: USTA, 华安证券研究所

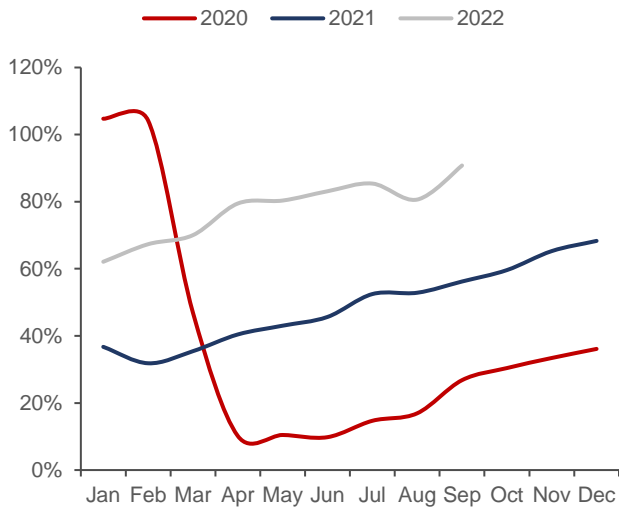
图表 19 美国国内游支出



资料来源: USTA, 华安证券研究所

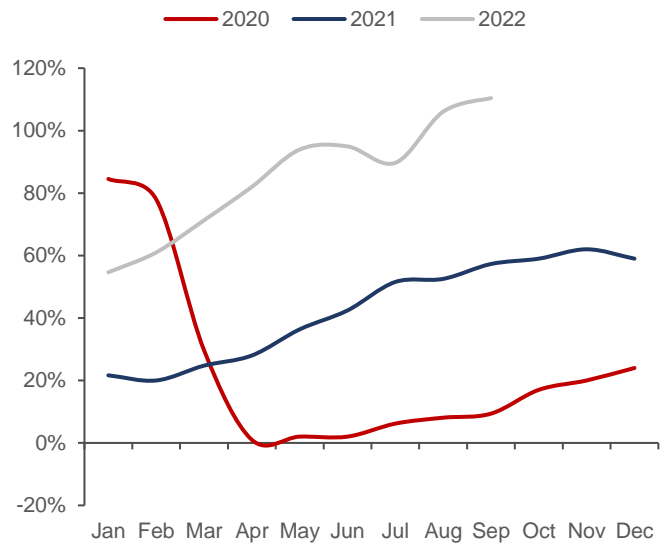
③出境游: 2021.11.8 美国放宽国际旅行限制, 2022 年英法等国相继取消入境限制, 截至 2022.12.30, 全球约 75% 国家取消入境限制, 美国出境游 2022 年逐步恢复, 2022 前三季度出境游人次恢复至 2019 年同期的 79%、出境游支出恢复至 2019 年同期的 85%。

图表 20 美国出境游人次相对于 2019 年恢复程度



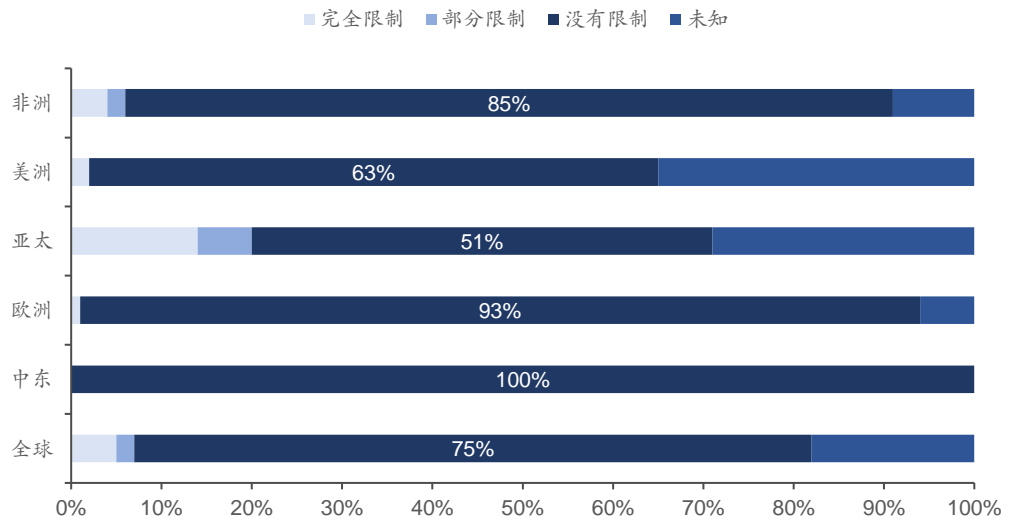
资料来源: ITA, 华安证券研究所

图表 21 美国出境游支出相对于 2019 年恢复程度



资料来源: ITA, 华安证券研究所

图表 22 全球入境管制情况 (截至 2022.12.30)

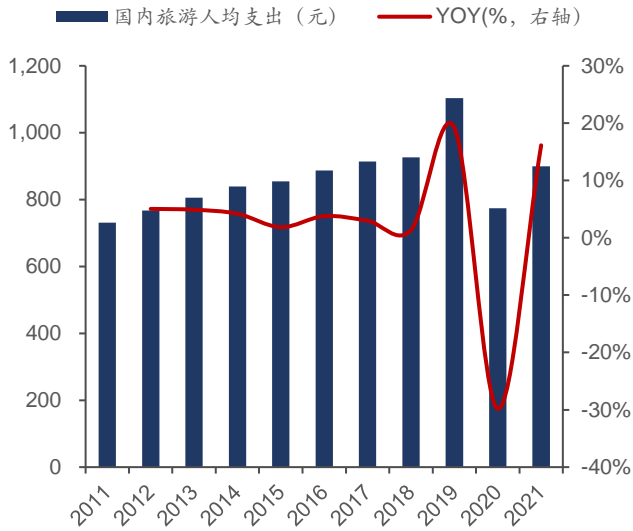


资料来源: UNWTO, 华安证券研究所

长期来看, 国内游、出境游仍具备较大潜力。

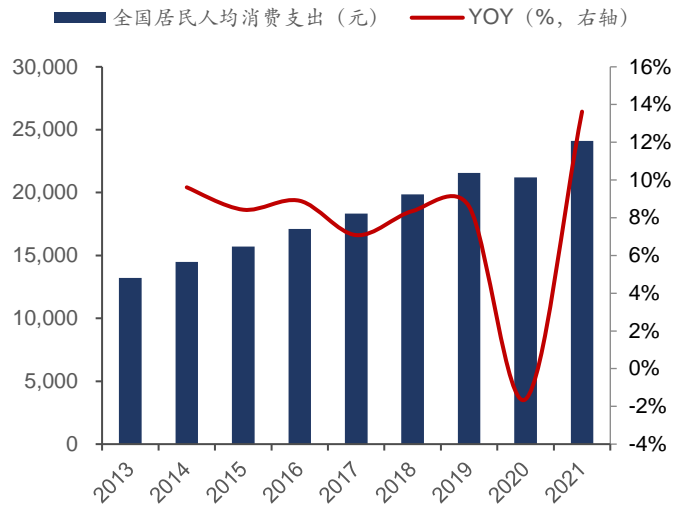
国内游: 疫情前, 居民人均消费支出持续增长, 2014~2019CAGR 为 8.3%, 消费能力提升促进了旅游消费升级, 2014~2019 国内旅游人均支出 CAGR 为 5.6%。疫情反复导致出行受限, 人均支出略有下降, 2020~2021 年人均支出分别为 2019 年的 70.2%、81.5%, 但也催化旅游结构化转型, 从观光游逐步向主题化、个性化、非标准化休闲游过度, 亲子游、露营游兴起, 后续随着出行恢复, 旅游消费有望逐步复苏。

图表 23 国内游人均支出



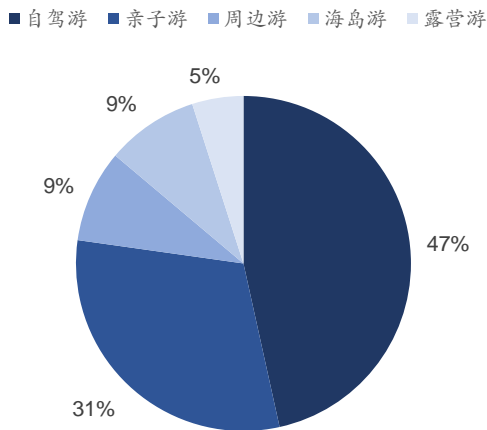
资料来源：文旅部，华安证券研究所

图表 24 全国居民人均消费支出



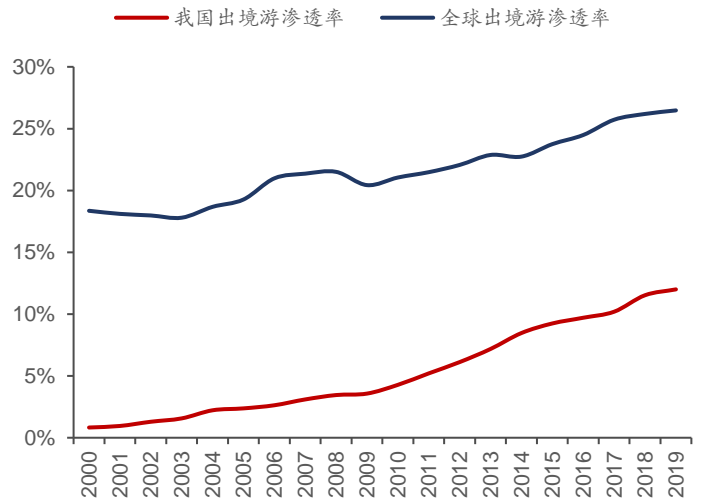
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 暑假热门旅游主题分布



资料来源：马蜂窝大数据，华安证券研究所

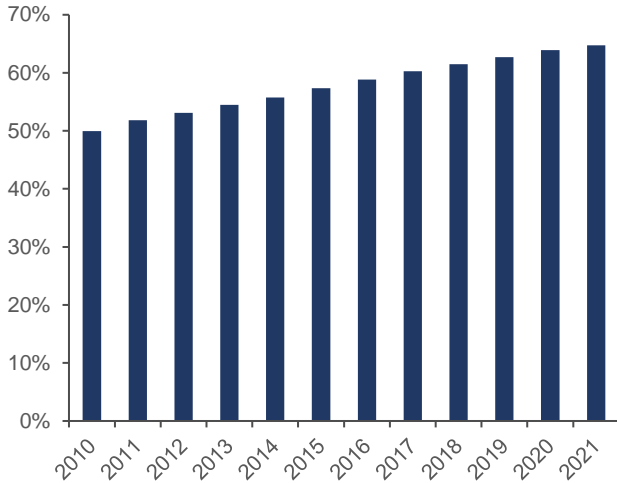
图表 26 我国出境游渗透率与全球出境游渗透率对比



资料来源：wind，华安证券研究所

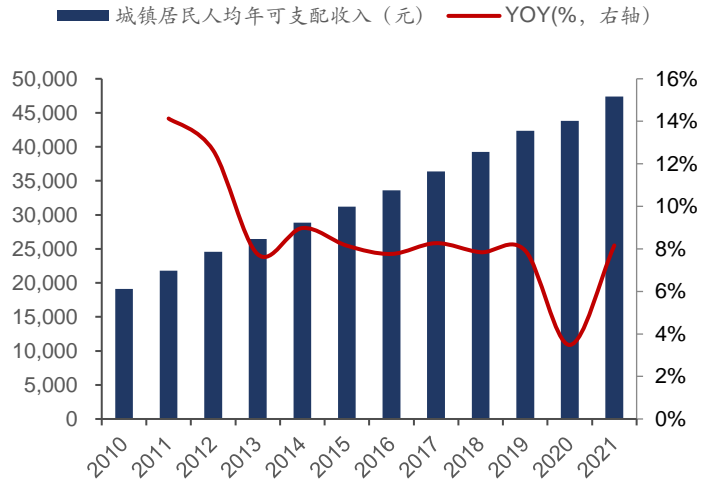
出境游：疫情前，我国出境游渗透率逐步提升，2019年达到了12.0%，但是相比于全球26.5%的出境游渗透率水平，仍然有较大的差距。随着众多新航线开通以及消费能力提升，非一线城市成为主要增长引擎，疫情前二线、三线及以下城市出境游人次复合年增长率分别达到124%、160%，有望带动渗透率进一步提升：(1)随着我国经济发展，城镇化率不断提高，城镇居民收入不断提升，2021年城镇化率达到65%，城镇居民人均年可支配收入达到4.74万元，下沉市场旅游活跃度提升；(2)国际航线逐步增多，2019年达到953条，2014~2019CAGR为14%，覆盖范围逐步向二三线城市扩张，为下沉市场出行提供了便利。

图表 27 我国城镇化率



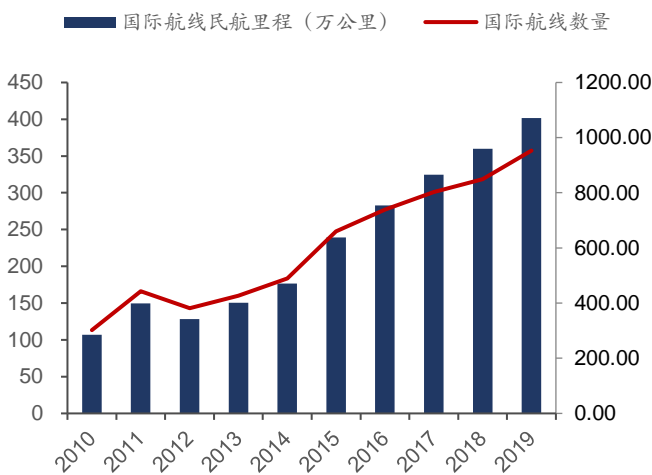
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 城镇居民人均可支配收入及增速



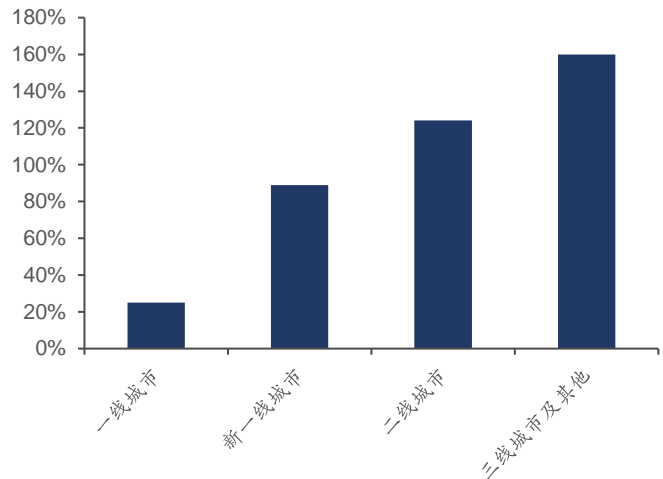
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 国际航线数量及民航里程增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 疫情前出境游人次复合年增长率



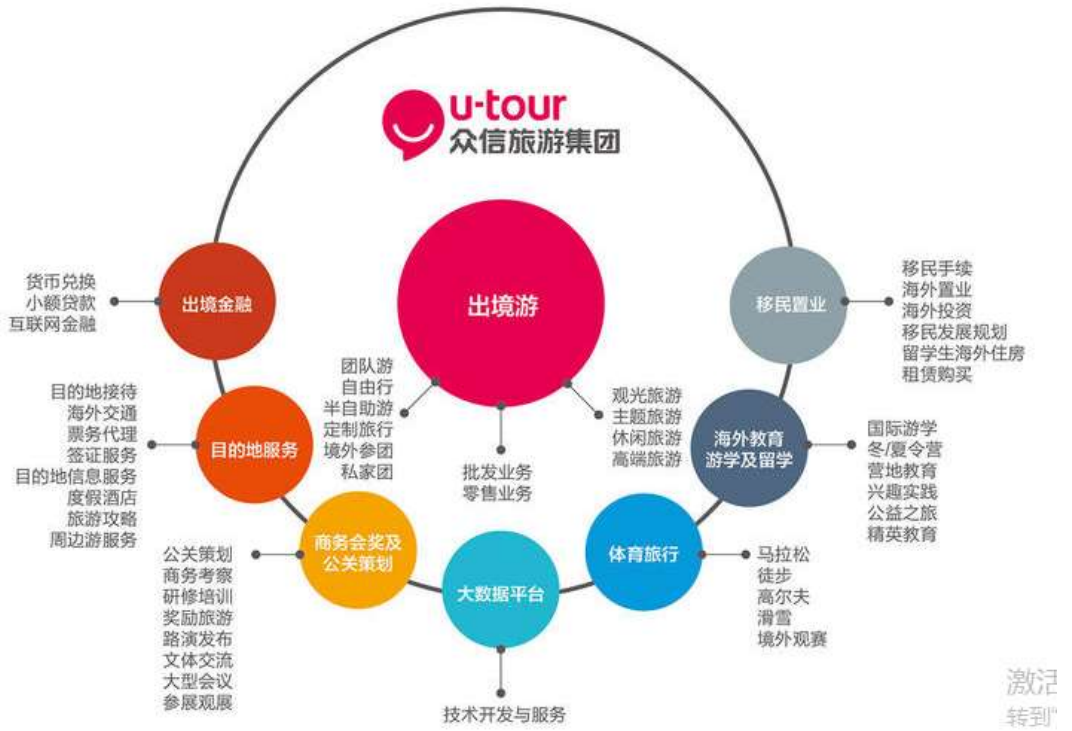
资料来源: 携程旅游, 万事达卡, 华安证券研究所

3 积极求变, 打造新的增长点

3.1 加速拓展国内市场, 拥抱国内国外双循环

打造出境游综合服务, 具有较强竞争力。疫情前公司坚持批发零售一体、线上线下结合的多渠道运营, 深化旅游全产业链的运作模式, 整合机票、酒店、签证、游轮、地接服务等产业链上各类要素资源, 并逐步向高端旅游、商务会奖、游学留学、移民置业、健康医疗、目的地服务等一系列旅游及综合服务延伸, 成为国内出境游领军企业之一。公司目的地覆盖欧洲、大洋洲、非洲、中东、美洲、亚洲、南北极等多地区及国家, 在长线及短线旅游上均具有较强的竞争力。

图表 31 出境游业务



资料来源：公司官网，华安证券研究所

疫情下加速拓展国内游，聚焦大众旅游新需求。2019年布局国内批发市场，持续积极打造全国性的零售旅游品牌，稳步实现全国网络布局计划。受疫情影响，公司以国内旅游市场为重心，加速布局旅游批发、零售、整合营销等业务：

(1) 旅游批发业务：“优耐德旅游”与“全景旅游”加速扩容国内批发业务团队，加大国内游、省内游和周边游的产品开拓力度，持续匠心打造精品中高端国内游、周边游产品，以出境游产品的标准和制式自主研发国内旅游产品，迅速推出四川、云南、广西、贵州、甘肃、青海、西藏等主要旅游目的地产品，同时利用全国众多的代理商渠道，为国内游产品快速打开市场。

(2) 旅游零售业务：公司推进全国零售业务扩张步伐，坚持开拓下沉市场，进一步扩大零售板块全国布局结构。同时，公司加速零售行业线上线下整合，通过科技手段促进旅游行业智能升级，通过技术赋能将新零售模式、在线营销、AI、VR等新模式、新技术与传统零售门店网络相结合，推进旅游产业链结构重塑步伐，探索旅游零售新的发展路径。截至报告期末2021年末，公司在全国16个省、市、自治区拥有开业零售门店737家，签约门店数量千余家。

(3) 其他旅游业务：公司旗下“众信游学”“众信留学”、高端品牌“奇迹旅行”等业务品牌，根据差异化的客户群体定位，陆续推出一系列特色鲜明的国内游产品，比如私家小团、定制游、半定制游、房车游、亲子学堂、暑假研学等，以更多差异化的产品设计，与批发和零售板块业务形成优势互补，全方位满足各类消费群体的国内旅行需求。

(4) 整合营销服务：公司旗下整合营销品牌众信博睿为广大政府、机构及企业客户提供高水平整合营销解决方案，圆满完成了世界旅游合作与发展大会、亚布力中国企业家论坛武汉特别峰会等多场高规格大型会议或活动的策划、执行工作。同

时,公司在巩固现有的业务基础上,努力突破、创新寻找和尝试新的增长点,比如助力参与打造乡村振兴全产业链建设等。

图表 32 国内游业务拓展情况

业务	品牌	措施
境内批发业务	优耐德	游推出“悦享健康:海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区高端定制体验之旅”与海南航空联合独家运营了“百人博鳌乐城5日健康行”项目
	全景旅游	推出四川、云南、广西、贵州、甘肃、青海、西藏等热门目的地产品,如:与悦榕庄、洲际等酒店合作推出产品“甄享悦榕,璀璨洲际:九寨沟·黄龙·熊猫乐园双飞6日”、与柏联酒店合作推出“绽放柏联·贵州度假6日”等
境内零售业务	众信旅游	与全国文旅同行积极建立深度合作,潜心国内游业务的组团、发团,推出“周游记”“撒欢儿中国”等八大保障主题产品 积极开拓 MCN 机构运营渠道,以网红孵化、直播、短视频、平台级节目制作等方式,搭建场景式带货生态体系,为公司各项业务提供线上流量新入口,推动公司数字化改造提升
	众信游学	成为北京环球度假区首批 21 家旅游渠道官方授权合作伙伴之一 推出的亲子学堂周末活动:开展了延庆百里画廊骑行、皮划艇-浆板、丛林探险、水长城徒步、露营等亲子活动
其他旅游业务	众信游学	推出暑假研学线路:探秘高黎贡生物多样性、冰火奇缘-长白山探险夏令营、内蒙古草原挑战赛嘉年华、穿越千年敦煌,发现历史的美-敦煌研学等
	奇迹旅行	在原有极地系列、漫游系列、户外系列、野奢系列、度假系列、健康系列等六大高端出境系列产品的基础上,适时调整为国内五大中高端系列产品线:野奢系列、户外系列、观光系列、漫游系列、康养系列,共计 30 余条线路
整合营销业务	众信博睿	完成了服贸会主峰会——世界旅游合作与发展大会、服贸会大兴区政府分论坛以及亚布力中国企业家论坛武汉特别峰会、第十六届夏季高峰会、第二十届年会、2020 第十九届中国企业领袖年会等高规格大型会议或活动的策划、执行工作 与艺文力研究所联合发起的线上线下公共艺术实验“无人之境”在苏州落地 与贵州省黔东南地区榕江县文体广电旅游局就当地文化旅游开发、营销推广达成战略合作,推动“乡村旅游+”旅游融合转型发展 举办了“大地之书,不止于蓝”贵州黔东南公共艺术行动发布会暨“公共艺术与乡村振兴论坛”

资料来源:公司公告,华安证券研究所

加快战略转型布局,拓宽“旅游+N”发展边界。公司不断尝试与探索,加速业务模式转型,拓宽自身发展边界,在健康、购物、体育、艺术等细分领域深度发展:(1) **旅游+医疗:**公司已深入海南旅游市场,挖掘海南医疗康养资源,并与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区管理局达成战略合作,引入“乐城城市展厅”项目;(2) **旅游+购物:**2021.5,公司与全球消费精品、一龄医疗集团携手打造爱乐活跨境免税大药房,全力推进了海南岛内免税消费趋势,进一步夯实跨境电商 O2O 模式全国服务战略新平台目标;(3) **旅游+体育:**公司持续以高尔夫旅游为突破口,再度成功举办“中国青少年高尔夫球精英赛”,将体育竞技表演与旅游休闲度假有机结合;(4) **旅游+艺术:**公司首次以宇宙主题儿童画展形式亮相国际大型世界级博览展会——迪拜世博会。

图表 33 “旅游+”布局

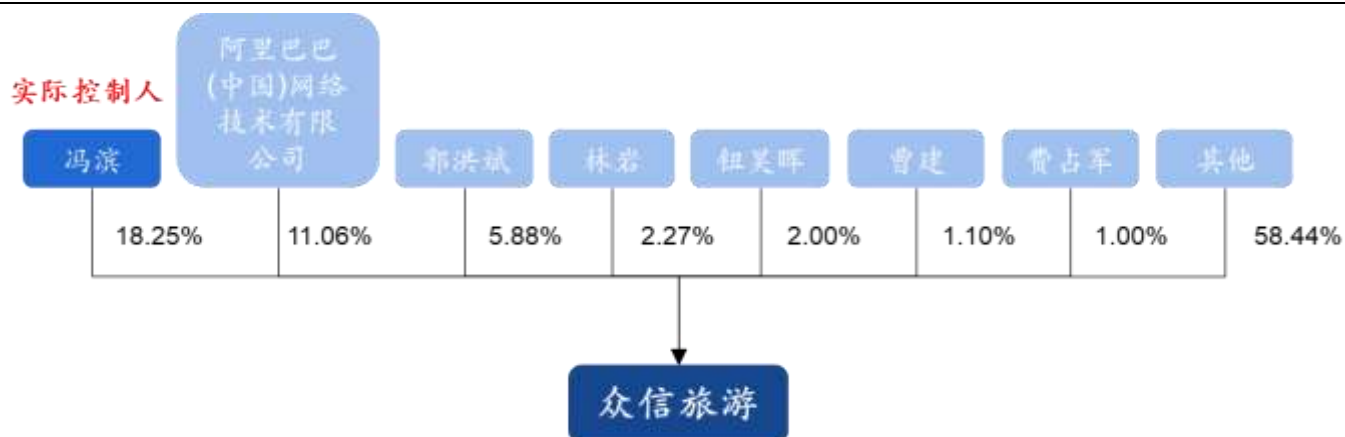
模式	内容
旅游+医疗	并与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区管理局达成战略合作，引入“乐城城市展厅”项目
旅游+购物	众信旅游集团、全球消费精品、一龄医疗集团携手打造爱乐活跨境免税大药房
旅游+体育	子公司众信博睿再度成功举办“中国青少年高尔夫球精英赛”
旅游+艺术	携手中国关心下一代工作委员会健康体育发展中心、ICAE 国际儿童画展共同发起了“宇宙主题儿童画展”征集展示活动

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 携手阿里，发力旅游产品 B2B 平台

引入阿里战略持股，发挥协同效应。2020.9.29 阿里网络通过协议转让方式受让公司实控人冯滨所持有的约 5% 股权，2020.11.13 公司与阿里旅行合资成立杭州阿信网络（分别持股 45%、55%），借助阿里旅行在科技、互联网、大数据技术、品牌、系统管理方面的优势，及公司在产品、运营、采购、分销等方面的经验开展合作，实现业务协同。2021.12.8 阿里网络进一步受让冯滨及郭洪斌分别持有的 4.08%、1.96% 股权，截至 2022Q3 阿里网络合计持有公司 11.06% 股权。

图表 34 公司股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 与阿里网络合作内容

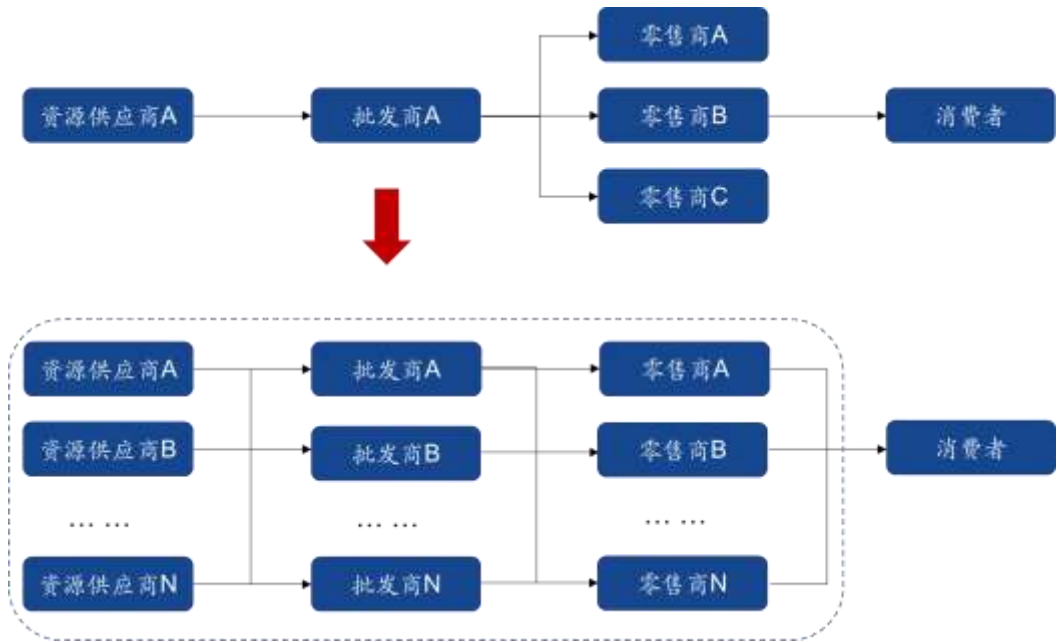
合作方向	具体内容
产品供给	在产品方面展开合作，互相给予支持。公司同意在产品方面给予阿里旅行包括但不限于平台分销、采购价格、结算、优先供应、独家代理等各方面政策的支持
渠道和品牌	探索和推进“旅游线下新零售”商业模式，在渠道端探讨品牌联合及规划。将在双方均同意的地区尝试开设试点门店，并依据门店的实施、成型及综合收益优先的原则确定下一步的发展规划以及品牌联合
大数据支持	坚守国家监管机构相关法律规定，利用双方资源优势，结合大数据技术，为促进旅游行业稳步发展、不断提高旅游消费者体验，持续提供更多更具价值的创新产品
支付系统	为提高公司线上支付水平及资金使用效率，阿里旅行同意为公司在支付系统方面提供方案支持 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

资料来源：公司公告，华安证券研究所

携手阿里，共创旅游分销平台。旅游业传统“分销模式”较为分散，需要点对点对接，效率低下。公司与阿里旅游合资成立阿信平台，填补旅游业 B2B 空白市场，并逐步由传统旅游批发商向景区、酒店、签证中心及使馆等上游资源拓展，进一步打通旅游行业上中下游全产业链，打造多元立体化分销渠道矩阵，加速实现全产业链条信息同步速度，提高运营效率。

疫情期间，部分门店处于闭店状态，旅游零售市场由以往的客人自行前往门店进行旅游咨询，逐步向以品牌建立口碑、以销售顾问为最小销售单元进行私域流量运营的方式转变。阿信分销平台迅速调整研发方向，将原本向门店开放的使用界面转向提供给旅游顾问开放使用，进而深入挖掘旅游顾问的私域流量，以满足客户旅游出行的日常咨询需求。截至目前，该系统注册旅游顾问人数已超过三千，日活数量千余人。

图表 36 阿信分销平台整合产业链资源



资料来源：华安证券研究所整理

3.3 牵手天地在线，布局文旅数字化产业链

设立子公司+与天地在线战略合作，切入文旅数字化赛道。2022.11.23 公司发布公告，拟设立全资子公司众信数字文化（海南）有限公司，构建数字人、数字资产、数字藏品和数字空间的数字文旅元宇宙新生态。2022.12，公司与天地在线签署战略协议，双方就虚拟空间的 brand 塑造和衍生数字品牌资产商业化运营服务展开全面合作，天地在线为公司提供虚拟空间、虚拟产品、虚拟服务等多元化营销玩法的制作、创策、执行全链路服务，打造文旅数藏元宇宙多维空间融通的文旅产业生态闭环。

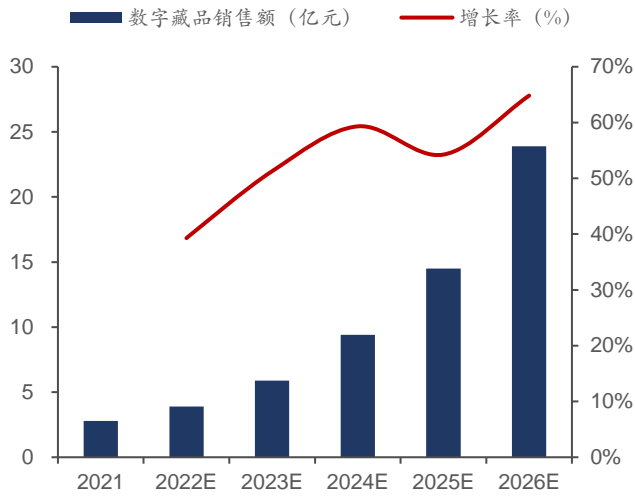
图表 37 与天地在线合作内容

合作方向		具体内容
数字资产服务	虚拟数字空间打造	共同在天地在线旗下“无限盒子”虚拟数字化商业综合体打造众信旅游品牌专属空间，充分运用多媒体技术构建多元化、沉浸化的互动场景，打造虚拟交互的沉浸式虚拟数字空间。该空间将作为众信旅游集团旗下数藏元宇宙相关业务品牌的标杆基地
	虚拟商业衍生品生产	基于众信旅游集团在数藏元宇宙相关业务的具体诉求，天地在线负责品牌虚拟空间中双方约定的商业数字衍生品的创建生产工作，形式包括但不限于数字藏品、品牌衍生品、文旅项目产品等
数字内容服务		围绕众信旅游集团数藏元宇宙数字化战略，天地在线负责制作适用于多维应用场景的虚拟数字资产配套内容，根据实际需求内容，协助建造众信旅游集团及其数藏元宇宙业务相关的品牌虚拟形象，内容形式包含但不限于：影视动画、游戏、虚拟拍摄、虚拟图片、虚拟 VLOG、虚拟短视频、TVC、虚拟直播等
数字资产商业化运营服务	联合推广合作	根据品牌需求，甲方向众信旅游集团提供其数藏元宇宙业务相关的品牌数字资产及配套内容的相应全案式营销服务
	虚拟数字化资产运营 & 商业化合作	基于品牌虚拟数字资产及数字内容矩阵，甲方提供全案式品牌数字资产及配套内容的商业化运营服务，在多元化虚拟场景开设品牌数字资产及内容商业化专区渠道，构建多维度虚拟数字资产商业化运营场景、
	创新商业模式合作	共同探索推动文旅全产业链品牌升级商业化形态、技术应用和业务模式创新，双方整合自身渠道及商业化资源，为品牌与消费者建立新的沟通桥梁，在虚拟内容联合运营与协同等领域开展更多商业融合创新合作

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

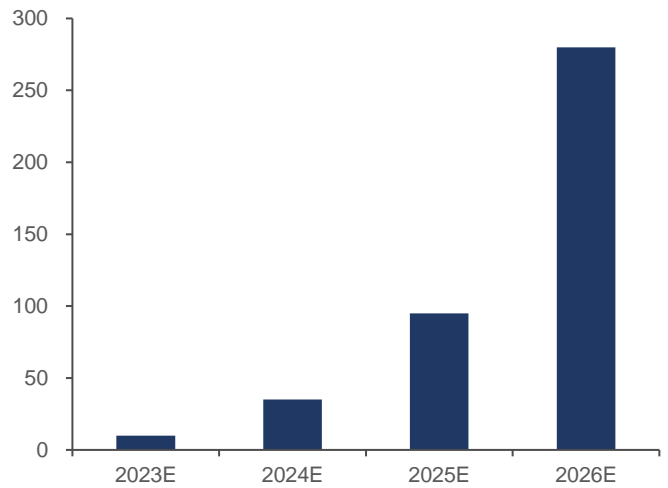
数字藏品市场空间广阔，有望迎爆发式增长。2019 年全球 NFT 实现爆发式增长，应用场景不断扩张，数字藏品蕴育而生。2021 年随着元宇宙营销以及阿里、腾讯为代表的大厂陆续推出数字藏品，数字藏品市场规模在国内的飞速发展。根据艾瑞咨询数据，2021 年数字藏品销售额为 2.8 亿元，预计 2026 年达到 23.9 亿元 (2021~2026CAGR 为 54%)。但如果未来随着行业相关政策落地，二级市场完全打开，行业有望迎来爆发式增长，预计 2026 年数字藏品销售额可达到 280 亿。

图表 38 数字藏品销售额及增速



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 39 数字藏品市场完全打开后二级市场规模 (亿元)

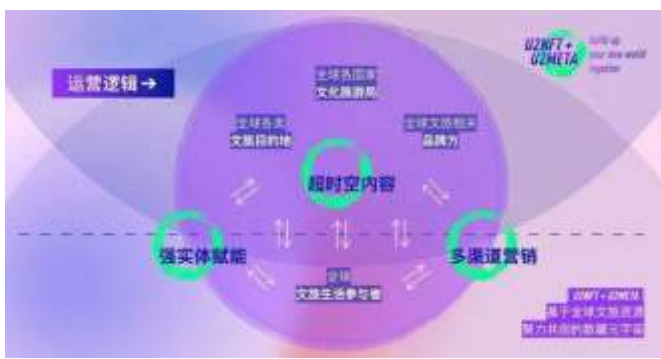


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

“U2NFT+U2META”，开启“数藏元宇宙”新篇章。虽然目前数字藏品的发展以及应用场景还不完善，但这是一个极具发展潜力的赛道，文旅数字化发展将是大势所趋。公司计划先进行“行业共识传播”，然后再延伸到“文旅数藏运营”的发展阶段，随着资源整合规模和数字技术投入的不断扩大，有序进入“文旅数藏元宇宙”的数字化沉浸世界。

公司将推出 U2NFT+U2META 数藏元宇宙，整合全球文旅资源，用数字化手段带动既有用户和增量文旅生活参与者群体，持续释放资源内容，全流程激发用户的兴趣、权益、荣誉和身份认同，最终实现基于共识的数字化文旅世界新圈层，实现上游资源、发起者和用户之间多方共建共创的 U2NFT+U2META 文旅数藏元宇宙沉浸式新世界。

图表 40 运营逻辑



资料来源：国家旅业，华安证券研究所

图表 41 U2NFT+U2META 全局逻辑



资料来源：国家旅业，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

随着防疫政策优化，出行限制放开，在经历第一波感染高峰后，疫情有望逐步

趋于平稳，出行链逐步复苏。参照美国复苏进程，进一步考虑护照办理限制，我们认为出境游支出 2023~2024 年分别恢复至 2019 年的 50%、75%，国内游复苏进度优于出境游，国内游人次 2023~2024 年分别恢复至 2019 年的 85%、95%，人均客单价受益于长线游复苏，2023~2024 年分别恢复至 2019 年的 85%、90%。基于此假设，我们预测 2022~2024 年公司分别实现营收 4.10、66.93、97.07 亿元，归母净利润-1.67、0.14、0.53 亿元。

投资建议

随着防疫政策优化，出行管制减少，出入境有序恢复，出境游、国内游快速回补，公司有望释放业绩弹性。中长期来看，出境游渗透率仍有提升空间，国内游消费升级进程延续，叠加公司布局 B2B 分销、数字藏品业务，打造新的增长点，长期具有较大增长空间。我们预计公司 2023~2024 年 EPS 分别为 0.01、0.05 元/股，对应当前股价 PE 分别为 641、173 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

出境游、国内游复苏不及预期：若毒株新变种免疫逃逸能力增强，下一轮感染高峰提前、范围扩大，出行意愿下降，会导致出境游、国内游复苏不及预期。

行业竞争加剧：出入境限制放开后，出境游逐步复苏，疫情期间退出的旅行社可能重拾出境游业务，加剧行业竞争。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1296	1240	2077	2064	营业收入	715	410	6693	9707
现金	756	831	453	23	营业成本	643	337	5999	8696
应收账款	148	80	664	685	营业税金及附加	2	1	3	15
其他应收款	101	63	234	413	销售费用	316	158	509	728
预付账款	51	27	480	696	管理费用	129	78	100	136
存货	2	1	9	11	财务费用	73	67	49	41
其他流动资产	238	238	238	238	资产减值损失	-42	-9	-13	-11
非流动资产	1246	1300	1389	1464	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	99	99	99	99	投资净收益	-15	0	0	0
固定资产	26	13	3	-6	营业利润	-652	-239	19	80
无形资产	14	10	9	7	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资产	1107	1178	1278	1363	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2542	2541	3466	3528	利润总额	-644	-239	19	80
流动负债	1955	1305	2214	2216	所得税	-109	-43	3	20
短期借款	574	574	574	574	净利润	-535	-196	16	60
应付账款	416	219	781	910	少数股东损益	-70	-29	2	7
其他流动负债	964	511	859	731	归属母公司净利润	-464	-167	14	53
非流动负债	468	468	468	468	EBITDA	-411	-150	90	139
长期借款	6	6	6	6	EPS (元)	-0.51	-0.17	0.01	0.05
其他非流动负债	461	461	461	461					
负债合计	2423	1772	2682	2684					
少数股东权益	-207	-237	-235	-228	主要财务比率				
股本	906	983	983	983	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	707	1476	1476	1476	成长能力				
留存收益	-1287	-1454	-1439	-1386	营业收入	-55.1%	-42.6%	1531.8%	45.0%
归属母公司股东权益	327	1005	1019	1073	营业利润	64.8%	63.3%	108.1%	310.2%
负债和股东权益	2542	2541	3466	3528	归属于母公司净利	68.6%	64.1%	108.6%	270.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	6.0%	18.0%	10.4%	10.4%
					净利率 (%)	-67.9%	-40.7%	0.2%	0.5%
					ROE (%)	-142.1%	-16.6%	1.4%	5.0%
					ROIC (%)	-34.9%	-7.2%	3.7%	5.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	95.3%	69.8%	77.4%	76.1%
					净负债比率 (%)	2031.6%	230.7%	341.8%	317.9%
					流动比率	0.66	0.95	0.94	0.93
					速动比率	0.52	0.75	0.61	0.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.23	0.16	2.23	2.78
					应收账款周转率	4.01	3.60	18.00	14.40
					应付账款周转率	1.25	1.06	12.00	10.29
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.51	-0.17	0.01	0.05
					每股经营现金流薄)	-0.26	-0.63	-0.21	-0.30
					每股净资产	0.36	1.02	1.04	1.09
					估值比率				
					P/E	—	—	641.37	173.22
					P/B	15.65	9.15	9.02	8.58
					EV/EBITDA	-13.22	-62.83	109.28	73.64

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。