


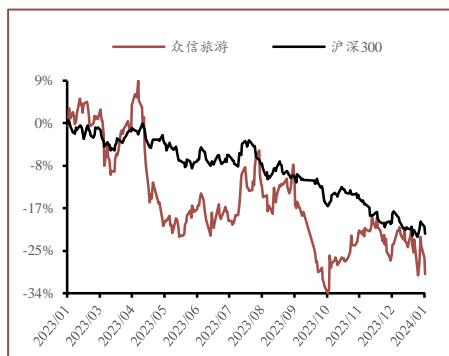
## 国际航班持续修复，关注春节旺季及免签利好

 证券研究报告

### 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-01-30</b>
收盘价(元)	6.58
流通股本(亿股)	8.15
每股净资产(元)	0.75
总股本(亿股)	9.83

最近 12 月市场表现


**分析师** 刘洋

 SAC 证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

**分析师** 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003  
liy@ctsec.com

### 相关报告

- 《暑期与国庆假期出境游稳步修复，关注免签利好》 2023-10-31
- 《上半年出境逐步复苏，关注政策利好下业绩增长》 2023-08-27
- 《出境游强势复苏，提质增效打开成长空间》 2023-08-21

### 核心观点

- ❖ **事件：众信旅游发布 2023 年年度业绩预告。**公司预计 2023 年度营业收入为 30 亿元至 35 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 2,300 万元至 3,450 万元，同比实现扭亏为盈。
- ❖ **政策及航班有序恢复，免签政策助推春节出境游持续发力。**2023 年以来，随着出境游政策端改善以及出境航班供给恢复，出境游人次持续回升，中国旅游研究院预计 2024 年出入境旅游人次和国际旅游收入将分别超过 2.64 亿人次、1070 亿美元，截止 24 年 1 月 30 日，出境航班恢复至 19 年同期的 69.35%，航班供给持续改善。近期新加坡及泰国相继签署免签协定，此前马来西亚也已宣布对中国游客实行入境免签便利措施，新马泰免签形成双向免签，春节期间东南亚出境游有望受益。
- ❖ **24 年春节预售情况乐观，国内游一冷一热成为主流。**据公司官方口径披露，春节整体收容已超过 90%，团队总量较 2023 年十一黄金周增加了 50% 以上，出游人数增长约 45%，北欧春节市场较去年十一增长约 500%，澳新春节市场较去年十一增长幅度达 550%，东南亚预售情况较为乐观。长线目的地中，北欧、南极、澳新、南非成为热门选择；中短线目的地中，迪拜、新加坡、斯里兰卡、泰国、马来西亚、日本排名靠前；国内冰雪词条搜索量同比增长 500%，东北定制产品、自由行产品、冬令营滑雪产品咨询量居高不下，广东、三亚、厦门、云南等国内温暖目的地也成为春节出游的重要方向。
- ❖ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年实现营收 32.11 / 65.50 / 112.54 亿元，归母净利润 0.29 / 1.34 / 2.46 亿元，对应 PE 为 225.2 / 48.4 / 26.3X，维持“增持”评级。

- ❖ **风险提示：**海外安全事件影响；航班修复不及预期；数字化孵化不及预期。

### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	684	501	3211	6550	11254
收入增长率(%)	-56.19	-26.83	541.39	104.01	71.82
归母净利润(百万元)	-463	-221	29	134	246
净利润增长率(%)	68.73	-	-	365.09	84.29
EPS(元/股)	-0.51	-0.24	0.03	0.14	0.25
PE	—	—	225.18	48.42	26.27
ROE(%)	-141.07	-30.66	3.82	15.10	21.77
PB	15.58	13.45	8.61	7.31	5.72

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>684.07</b>	<b>500.56</b>	<b>3210.54</b>	<b>6549.82</b>	<b>11253.71</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	643.32	435.02	2833.94	5773.76	9891.65	营业收入增长率	-56.2%	-26.8%	541.4%	104.0%	71.8%
营业税费	2.10	1.23	1.28	2.62	4.50	营业利润增长率	64.8%	59.8%	114.8%	436.5%	88.9%
销售费用	316.27	161.10	218.32	445.39	765.25	净利润增长率	68.7%	52.2%	113.0%	365.1%	84.3%
管理费用	128.52	94.11	118.79	131.00	225.07	EBITDA 增长率	55.5%	61.4%	154.4%	193.1%	69.9%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	48.3%	61.6%	135.6%	231.6%	74.4%
财务费用	73.39	52.74	33.39	27.84	18.39	NOPLAT 增长率	-52.4%	-55.4%	-125.9%	231.6%	74.4%
资产减值损失	-41.65	-10.58	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-40.4%	-10.3%	3.8%	2.5%	13.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.05</b>	<b>-17.38</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>-82.9%</b>	<b>303.5%</b>	<b>6.8%</b>	<b>28.9%</b>	<b>41.3%</b>
投资和汇兑收益	-15.28	12.96	2.89	5.89	10.13	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-651.72</b>	<b>-261.69</b>	<b>38.63</b>	<b>207.27</b>	<b>391.60</b>	毛利率	6.0%	13.1%	11.7%	11.8%	12.1%
加:营业外净收支	8.18	3.45	8.97	7.66	3.90	营业利润率	-95.3%	-52.3%	1.2%	3.2%	3.5%
<b>利润总额</b>	<b>-643.55</b>	<b>-258.24</b>	<b>47.60</b>	<b>214.93</b>	<b>395.50</b>	净利润率	-77.9%	-49.6%	1.0%	2.3%	2.5%
减:所得税	-110.44	-9.87	14.28	64.48	118.65	EBITDA/营业收入	-60.1%	-31.7%	2.7%	3.9%	3.8%
<b>净利润</b>	<b>-462.95</b>	<b>-221.37</b>	<b>28.72</b>	<b>133.55</b>	<b>246.12</b>	EBIT/营业收入	-73.9%	-38.7%	2.2%	3.5%	3.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	756.26	671.92	708.20	717.45	863.55	固定资产周转天数	13	16	4	5	5
交易性金融资产	1.92	2.11	2.61	3.11	3.61	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-430</b>	<b>-500</b>	<b>-79</b>	<b>-46</b>	<b>-31</b>
应收账款	147.72	106.89	124.99	129.73	151.61	流动资产周转天数	661	793	136	70	48
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	90	92	13	7	5
预付帐款	50.72	66.24	85.02	98.15	118.70	存货周转天数	2	2	1	1	1
存货	2.06	1.97	12.83	25.67	45.77	总资产周转天数	1557	1694	248	130	85
其他流动资产	6.80	6.41	5.91	5.41	4.91	投资资本周转天数	614	777	126	64	42
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-141.1%	-30.7%	3.8%	15.1%	21.8%
长期股权投资	99.11	100.45	100.45	100.45	100.45	ROA	-18.1%	-10.3%	1.3%	5.4%	8.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-34.8%	-17.3%	4.3%	14.0%	21.5%
固定资产	26.36	21.57	34.31	89.08	145.53	费用率					
在建工程	141.17	151.99	141.29	217.16	285.45	销售费用率	46.2%	32.2%	6.8%	6.8%	6.8%
无形资产	14.09	11.75	10.54	11.12	11.51	管理费用率	18.8%	18.8%	3.7%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	58.81	21.94	21.94	21.94	21.94	财务费用率	10.7%	10.5%	1.0%	0.4%	0.2%
<b>资产总额</b>	<b>2559.65</b>	<b>2151.98</b>	<b>2273.66</b>	<b>2469.29</b>	<b>2837.52</b>	三费/营业收入	75.7%	61.5%	11.5%	9.2%	9.0%
短期债务	574.37	483.99	493.99	403.99	283.99	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	416.48	263.16	287.89	353.64	415.71	资产负债率	95.3%	77.4%	77.1%	72.8%	66.6%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债比	2,020.5%	341.9%	337.0%	268.1%	199.4%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.66	0.69	0.71	0.71	0.80
长期借款	6.37	44.52	19.40	9.40	9.40	速动比率	0.52	0.52	0.54	0.53	0.61
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-6.85	-2.66	1.59	5.96	13.72
<b>负债总额</b>	<b>2438.94</b>	<b>1664.96</b>	<b>1753.31</b>	<b>1798.50</b>	<b>1889.88</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-207.46	-235.09	-230.48	-213.59	-182.85	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	906.35	982.72	982.72	982.72	982.72	分红比率					
留存收益	-997.36	-1222.73	-1194.02	-1060.46	-814.34	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>120.71</b>	<b>487.03</b>	<b>520.35</b>	<b>670.80</b>	<b>947.65</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	-0.51	-0.24	0.03	0.14	0.25
净利润	-462.95	-221.37	28.72	133.55	246.12	BVPS(元)	0.36	0.73	0.76	0.90	1.15
加:折旧和摊销	94.12	35.22	17.17	23.77	29.88	PE(X)	—	—	225.2	48.4	26.3
资产减值准备	184.60	28.51	0.00	0.00	0.00	PB(X)	15.6	13.4	8.6	7.3	5.7
公允价值变动损失	0.05	17.38	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	85.68	72.09	43.47	38.46	29.15	P/S	7.2	19.2	2.0	1.0	0.6
投资收益	15.28	-12.96	-2.89	-5.89	-10.13	EV/EBITDA	-13.2	-60.7	73.7	24.6	13.9
少数股东损益	-70.16	-27.00	4.60	16.90	30.73	CAGR(%)					
营运资金的变动	-11.67	-95.75	7.42	124.55	125.88	PEG	—	—	2.0	0.1	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-257.42</b>	<b>-213.68</b>	<b>89.52</b>	<b>323.67</b>	<b>447.73</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>212.76</b>	<b>154.45</b>	<b>-17.65</b>	<b>-152.96</b>	<b>-152.48</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-275.71</b>	<b>-7.73</b>	<b>-35.59</b>	<b>-161.46</b>	<b>-149.15</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。