

信用评级公告

联合〔2021〕4915号

联合资信评估股份有限公司通过对众信旅游集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将众信旅游集团股份有限公司主体长期信用等级由AA⁻下调为A，“众信转债”的信用等级由AA⁻下调为A，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年六月二十四日

众信旅游集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级 别	评级展 望	上次级 别	评级展 望
众信旅游集团股份 有限公司	A	负面	AA	负面
众信转债	A	负面	AA	负面

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
众信转债	7 亿元	4.56 亿元	2023-12-01

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打 分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网
公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	A
评价内容	评价结 果	风险因 素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风 险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	7
			现金流量	1
		资本结构	4	
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
---				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对众信旅游集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内大型出境游批发商，在品牌知名度、国际旅游线路、行业地位等方面具备一定优势。跟踪期内，新冠肺炎疫情全球性爆发，对旅游行业形成巨大冲击。公司出境游业务处于停滞状态且承担了部分经营呈现亏损，加之疫情对并购企业经营状况影响大，形成大额商誉减值，综合导致 2020 年公司业绩出现大幅下滑。2020 年 12 月，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里网络”）出资 3.85 亿元战略入股公司，实际控制人冯滨将上述股权转让款全额向公司提供股东借款，以支持公司业务发展。

2020 年，公司完成了出境游业务经营性占款的回流和计提处理，资产规模大幅收缩，资产流动性趋弱；大额亏损削弱权益稳定性；有息债务保持较大规模，且主要集中在公司本部，考虑到出境游尚未恢复，国内游业务开拓方面的支出和日常经营性成本的刚性支付，公司资金压力有所加大，整体债务负担重，本部存在较大的短期偿付压力。目前，公司国内游业务正处于着力开拓初期，收入和现金流规模尚小，短期内难以对公司业绩和偿债能力形成有效支撑。同时，联合资信也关注到境外疫情仍未得到有效控制，公司出境游业务恢复存在很大不确定性；国内旅游行业竞争激烈；实际控制人股权质押比例高；公司筹划重大资产重组预计将导致实际控制人变更；公司再融资能力受限等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA-下调为 A，将“众信转债”的信用等级由 AA-下调为 A，评级展望为负面。

优势

1. 公司是国内出境游批发龙头企业。公司作为国内出境游批发上市公司，在知名度、国际旅游线路和行业地位等方面具备优势。北京工商联发布的 2020 年北京民营企业百强榜中，公司位列三十位，旅游业首位。
2. 引入战略投资者阿里网络，实际控制人提供股东借款支持。2020 年 12 月，阿里网络以 3.85 亿元的对价收购实

分析师：景雪 刘祎焯

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

际控制人冯滨所持公司5%的股权，成为公司第三大股东。同时，上述股权收购款已作为股东借款全额注入公司，体现出实际控制人对公司较强的支持意愿，并在一定程度上有助于改善公司流动性。

关注

1. **新冠肺炎疫情对旅游行业冲击严重，公司优势业务出境游停滞，转而主攻的国内游业务面临更为激烈的行业竞争，尚处于拓展初期，2020年以来公司经营持续亏损，目前海外疫情仍未得到有效控制，短期内仍面临较大的经营风险和压力。**受新冠肺炎疫情影响，自2020年1月末起公司出境游业务暂停，业绩明显下滑，2020年收入规模同比下滑87.44%，并购企业业绩未达预期，公司计提大额商誉减值，导致2020年公司形成大额亏损18.41亿元；2021年一季度，公司出境游业务持续停滞，当期利润总额为-1.00亿元。

2. **公司国内游业务开拓和日常经营成本支出的资金需求持续存在，整体债务负担重，资金压力加大，且公司本部面临较大的短期偿债压力。**跟踪期内，公司债务规模持续扩大，截至2020年底，公司全部债务合计16.40亿元。考虑到目前行业运行及公司经营状况，公司整体债务负担重。其中，短期债务占75.43%，现金短期债务比为0.85倍，公司面临较大的短期偿债压力。

3. **实际控制人股权质押比例高，公司再融资能力受限。**截至2021年6月5日，实际控制人冯滨持有公司22.33%股权，其中52.73%已质押，剩余未质押部分股权市值约5.77亿元。若相关质押借款发生偿付风险，公司将可能面临控制权变更和融资受限的风险。

4. **公司筹划重大资产重组，预计将导致实控人变更。**2021年6月15日，公司发布公告称与凯撒同盛发展股份有限公司（以下简称“凯撒旅业”）正在筹划由凯撒旅业通过向公司全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并公司，预计将导致公司实控人变更。由于本次合并尚处于筹划阶段，存在不确定性，联合资信将持续关注本次事项进展。

5. **跟踪期内，公司董监高成员变动较大，可能对公司经营管理产生一定影响。**跟踪期内，公司总经理、四名副总经理、三名董事因工作原因辞去相关职务，公司重新聘任高层管理团队，可能对公司经营管理产生一定影响。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	9.22	9.68	10.46	7.39
资产总额(亿元)	53.39	57.06	33.57	29.16
所有者权益(亿元)	24.39	24.82	7.08	6.11
短期债务(亿元)	8.81	10.59	12.37	9.79
长期债务(亿元)	5.23	5.60	4.03	4.08
全部债务(亿元)	14.04	16.19	16.40	13.87
营业收入(亿元)	122.31	126.77	15.92	0.95
利润总额(亿元)	0.88	1.16	-18.41	-1.00
EBITDA(亿元)	2.12	2.63	-16.99	--
经营性净现金流(亿元)	-0.03	1.68	1.77	-0.42
营业利润率(%)	9.77	10.10	-15.31	20.81
净资产收益率(%)	2.03	3.12	-233.78	--
资产负债率(%)	54.31	56.50	78.92	79.05
全部债务资本化比率	36.53	39.47	69.85	69.42
流动比率(%)	127.95	121.94	81.00	73.86
经营现金流动负债比	-0.11	6.50	7.96	--
现金短期债务比(倍)	1.05	0.91	0.85	0.76
EBITDA/利息倍数(倍)	2.88	3.02	-19.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.64	6.14	-0.97	--
公司本部(母公司)				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	38.50	41.00	34.14	31.73
所有者权益(亿元)	19.17	22.26	16.95	16.67
全部债务(亿元)	12.70	13.02	13.75	11.86
营业收入(亿元)	21.01	16.56	2.28	0.22
利润总额(亿元)	1.20	-0.29	-6.26	-0.29
资产负债率(%)	50.19	45.72	50.37	47.46
全部债务资本化比率(%)	39.84	36.90	44.79	41.56
流动比率(%)	137.50	155.21	142.64	146.87
经营现金流动负债比(%)	-38.90	2.53	-4.34	--

注: 2021年一季度报表未经审计; 现金类资产已剔除受限货币资金; 合并口径其他应付款及长期应付款中有息部分已分别调至短期债务与长期债务

数据来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史:

债项简称	主体级别	债项级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
众信转债	AA	AA	负面	2020-12-2	袁琳 张雪	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
众信转债	AA	AA	列入评级观察名单	2020-6-11	袁琳 张雪	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
众信转债	AA	AA	稳定	2017-6-7	叶维武 孙林林	工商企业信用评级方法(主体)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由众信旅游集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

众信旅游集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于众信旅游集团股份有限公司（以下简称“公司”或“众信旅游”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

众信旅游的前身为 1992 年 8 月在北京成立的北京有朋国际旅行社，初始注册资本为 100 万元。北京民族事务委员会下属单位北京穆斯林大厦持股 100%。公司股票于 2014 年 1 月在深圳证券交易所上市交易，证券简称“众信旅游”，股票代码“002707.SZ”。后经实施限制性股票激励计划、回收注销部分股权激励计划限制性股票、资本公积转增股本以及定增购买资产等事项，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 9.06 亿元，实际控制人为自然人冯滨，实际控制人持股比例为 22.33%。截至 2021 年 6 月 5 日，冯滨持有公司股权的 52.73% 已质押，剩余未质押部分股权市值约 5.77 亿元。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2021 年 3 月底，公司本部下设质量控制与培训部、客服中心、集团品牌部、集团财务部、战略投资部、人力资源部、企业管理部、证券事业部、法务部和网络技术部等 10 个职能部门；纳入合并范围子公司 39 家。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 33.57 亿元，所有者权益合计 7.08 亿元（含少数股东权益-1.35 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 15.92 亿元，利润总额-18.41 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 29.16 亿元，所有者权益合计 6.11 亿元（含少数股东权益-1.59 亿元）。2021 年 1—3 月，公

司实现营业收入 0.95 亿元，利润总额-1.00 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区朝阳公园路 8 号西 2 门 01 号；法定代表人：冯滨。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级且在存续期内债券如下表所示，截至本报告出具日，“众信转债”募集资金已全部使用完毕，跟踪期内正常付息。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
众信转债	7.00	4.56	2017-12-01	7 年

资料来源：联合资信整理

2020 年 1 月 17 日，公司第四届董事会第二十八次会议审议通过了《关于变更募集资金用途并永久补充流动资金的议案》，同意变更“众信转债”剩余募集资金用途，并将募集资金项目余额 7.04 亿元（含利息收入）永久补充流动资金。由于变更“众信转债”募集资金用途，根据《众信旅游集团股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的约定，“众信转债”的附加回售条款生效。“众信转债”持有人可以在 2020 年 3 月 2 日至 3 月 6 日对“众信转债”进行回售申报，在申报回售期，申请回售的“众信转债”0 张，公司无回售资金支出。

“众信转债”转股期自 2018 年 6 月 7 日至 2023 年 12 月 1 日。初始转股价为 11.12 元/股，截至 2021 年 3 月底，公司转股价格下调为 7.92 元/股，累计转股债券 2.44 万张，公司可转债债券余额为 4.56 亿元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增

长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首

次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出

口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创

2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调

整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

公司业务主要涉及旅游行业，因此公司的行业分析主要围绕旅游行业展开。

1. 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一，属于敏感性行业，需求弹性较大，易受外部经济环境和突发公共事件影响。近年来，中国经济保持较快增长态势，但新冠肺炎疫情短期对旅游业生产经营造成较大冲击。

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2020年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，2020年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数28.79亿人次，较上年同期减少30.22亿人

次，同比下降52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数2.95亿人次，同比下降83.4%；二季度国内旅游人数6.37亿人次，同比下降51.0%；三季度国内旅游人数10.01亿人次，同比下降34.3%；四季度国内旅游人数9.46亿人次，同比下降32.9%。中国旅游经济自2021年第二季度开始已经进入了有序复苏到全面复苏的新通道。

2. 行业竞争

中国旅游业市场存在产业化层次较低、发展模式单一等问题，行业规范和发展存在挑战。

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，均存在差距。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源，提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

3. 行业政策

国家相关部委推出各项政策，旨在推动旅游产业整合和市场规范，行业格局有望改善。

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向

表 3 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2018年3月	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	文件强调要牢固树立和贯彻落实新发展理念，按照“统筹协调，融合发展；因地制宜，绿色发展；改革创新，示范引导”三项基本原则，加快旅游供给侧改革，以实现旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游效益最大化的目标。
2018年6月	《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	文件指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。
2019年3月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。
2019年7月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解转发落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。
2019年8月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一推介平台水平等。
2020年1月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，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。
2021年6月	《“十四五”文化和旅游发展规划》	将文化和旅游重点领域和服务条件的项目纳入地方政府专项债支持范围。推动文化和旅游基础设施纳入不动产投资信托基金（REITs）试点范围。扩大文化和旅游企业直接融资规模，支持符合条件的文化和旅游企业上市融资、再融资和并购重组，支持企业扩大债券融资。

资料来源：公司提供

4. 行业发展

随着休闲度假需求的持续提升以及出境游优惠政策的逐步落地，中国旅游行业将继续保持良好的发展态势，同时也需关注新冠疫情对旅游业的持续影响。

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇。随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司实收资本为 9.06

亿元。冯滨直接持有公司 22.33% 的股权，是公司控股股东和实际控制人。截至 2021 年 3 月底，冯滨所持股票中 1.07 亿股已质押，占其所持股份的 52.73%，质押比例高。

2. 企业规模及竞争力

公司作为国内旅游批发龙头企业，国际旅游线路丰富，市场竞争优势明显。

作为国内领先的大型旅游产品和服务的综合运营商和旅游批发龙头企业，公司主要从事旅游批发、旅游零售、整合营销、旅游目的地运营、旅游产业链服务等业务，目的地覆盖欧洲、大洋洲、非洲、中东、美洲、亚洲、南北极等全球主要国家和地区，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游上具有较强的竞争优势，拥有超过 2000 家代理客户及数万家合作经营网点。公司连续多年为中国旅游集团 20 强单位，众信旅游、子公司竹园国际旅行社有限公司（以下简称“竹园国旅”）和上海众信国际旅行社有限公司（以下简称“上海众信”）为北京市及上海市旅行社等级评定部门

评定的5A级旅行社。2020年10月，北京市工商联发布2020北京民营企业百强榜，众信旅游名列第三十位，位居旅游行业首位。

3. 企业信用记录

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》(中征码1101020000801964)，

截至2021年5月26日，公司本部已结清的信贷业务中，无不良和关注类信贷信息记录。未结清的信贷业务中有一笔5000元关注类借款，为银行主动关注，未发生风险事件。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事及高级管理人员变动较大，可能对经营管理产生一定影响。此外，公司在管理体制和管理制度等方面无重大变化。

表 4 跟踪期内公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任职务	类型	原因
冯滨	董事长、总经理	聘任	因曹建先生辞去公司总经理职务，董事会聘任董事长冯滨先生兼任公司总经理
张磊	董事	被选举	2020年6月2日，因工作原因辞去公司副总经理职务；经2020年6月18日公司2020年第三次临时股东大会补选为董事
张一满	董事、副总经理	被选举	经2020年6月18日公司2020年第三次临时股东大会补选为董事
郭镭	董事、副总经理、董秘	被选举	经2020年6月18日公司2020年第三次临时股东大会补选为董事
张志顺	独立董事	被选举	经2020年9月14日公司2020年第四次临时股东大会补选为公司独立董事
苏杰	监事会主席	被选举	经2020年6月18日公司2020年第三次临时股东大会补选为监事，经2020年9月29日公司第四届监事会第二十六次会议补选为公司监事会主席
杜庆伟	监事	被选举	经2020年9月14日公司2020年第四次临时股东大会补选为公司监事
林岩	董事、副总经理	解聘	因工作原因，辞去公司董事、副总经理职务
韩丽	董事、副总经理	解聘	因工作原因，辞去公司董事、副总经理职务
曹建	董事、总经理	解聘	因工作原因，辞去公司董事、总经理职务
李鸿秀	监事	解聘	因工作原因，辞去公司监事职务
杜正泰	副总经理	解聘	因工作原因，辞去公司董事、副总经理职务
张卫	副总经理	解聘	因工作原因，辞去公司董事、副总经理职务
姜付秀	独立董事	任期满离任	因任期满，辞去公司独立董事职务

资料来源：联合资信整理

八、重大事项

实际控制人协议转让部分公司股权。

2020年9月29日，公司控股股东、实际控制人冯滨先生与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里网络”）签署了《股份转让协议》（以下简称“股份转让协议”），冯滨先生以人民币8.46元/股的价格向阿里网络转让其持有的众信旅游45470295股无限售条

件流通股（以下简称“标的股份”），约占股份转让协议签署日众信旅游总股本的5%，股份转让价款总额为人民币3.85亿元。本次协议转让股份过户登记手续已于2020年12月15日全部完成。截至2020年12月15日，冯滨先生持有公司24.33%的股权，仍是公司控股股东及实际控制人，阿里网络持有公司5.02%的股权，成为公司第三大股东。

股权转让完成后，冯滨先生以借款方式将

全部股份转让价款，扣除其就上述股权转让所应缴纳和承担的全部税金和费用，合计 3.19 亿元提供给公司用于日常经营，借款期限为一年，借款利息按照中国人民银行同期贷款基准利率。公司于 2020 年 12 月 26 日收到该笔款项，并将其计入其他应付款科目。

公司筹划重大资产重组

2021 年 6 月 15 日，公司发布了《众信旅游集团股份有限公司关于筹划重大资产重组的停牌公告》（以下简称“《公告》”），《公告》称公司与凯撒同盛发展股份有限公司（以下简称“凯撒旅业”）正在筹划由凯撒旅业通过向公司全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并公司，并发行 A 股股票募集配套资金。

凯撒旅业是国内旅游综合服务企业，业务覆盖出境游、入境游、航空及铁路配餐。截至 2020 年底，凯撒旅业资产总额为 44.47 亿元，所有者权益为 12.93 亿元，2020 年实现营业收入 16.15 亿元，利润总额亏损 7.03 亿元。

本次合并事项构成《上市公司重大资产重组管理办法（2020 年修订）》规定的重大资产重组，并预计将会导致公司实际控制人变更。因本次合并尚处于筹划阶段，存在不确定性。针对本次换股收购事项，联合资信将持续关注事项进展，以便及时评估并揭示其对公司主体偿债能力及其存续债券信用水平可能带来的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司业务停滞，业绩大幅下滑，主营业务大额亏损。考

虑境外疫情未能得到有效控制，出境游业务恢复不确定性大，国内旅游竞争激烈，公司未来业务拓展压力大。

跟踪期内，公司主营业务仍以出境游零售及批发和境内旅游业务为主。受新冠肺炎疫情全球性蔓延的影响，2020 年，公司实现主营业务收入 15.61 亿元，同比大幅下降 87.63%。

分板块看，出境游批发业务仍是公司主要收入来源，2020 年收入同比大幅下滑至 9.51 亿元，占当期收入总额的 60.92%，出境游零售业务同比大幅下滑至 1.29 亿元，受境外疫情影响，公司境外旅游业务自 2 月份起基本处于停滞状态。国内游及单项产品 2020 年实现收入 1.68 亿元，同比减少 28.81%，较境外游业务下滑幅度小，主要系国内疫情缓和后公司增加境内游产品开发及营销所致。公司整合营销服务业务主要是为各类展会提供整体解决方案，2020 年实现收入 2.90 亿元，同比下滑 70.88%，占当年收入的 18.58%。

毛利率方面，受疫情影响公司主营业务停滞，收入无法覆盖成本支出，2020 年公司综合毛利率为-19.27%。分板块看，2020 年，出境游批发业务毛利率为-37.72%，主要系业务停滞公司承担部分预支成本损失及运营费用导致亏损。国内游及单项产品毛利率为 20.20%，同比下滑 9.54 个百分点。整合营销服务业务毛利率为 8.22%，同比变动不大。公司其他行业产品主要包括货币兑换、商品销售等业务，毛利率较稳定且保持高位。

2021 年一季度，由于境外疫情尚未得到有效控制，公司境外游业务仍处于停滞状态。2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 0.85 亿元，同比大幅下滑。同期，公司主营业务毛利率为 11.65%，同比变化不大。

表 5 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出境游批发	86.90	71.40	7.12	89.92	71.24	8.18	9.51	60.92	-37.72	--	--	--

出境游零售	23.03	18.92	15.31	23.58	18.68	13.20	1.29	8.23	3.75	--	--	--
整合营销服务	9.61	7.89	8.15	9.96	7.89	7.66	2.90	18.58	8.22	0.40	47.05	11.58
国内游及单项产品	1.86	1.53	32.52	2.36	1.87	29.74	1.68	10.74	20.20	0.44	51.76	10.61
其他行业产品	0.32	0.26	94.13	0.41	0.32	91.82	0.24	1.53	98.51	0.01	1.18	100
合计	121.71	100.00	9.37	126.22	100.00	9.75	15.61	100.00	-19.27	0.85	100.00	11.65

资料来源：公司提供

2. 采购

跟踪期内，公司主要成本仍以地接费及机票火车票费用为主。受新冠疫情影响，公司主营业务停滞，采购支出大幅减少。

公司作为旅游产品批发及零售商，采购的主要产品为旅游接待服务（以下简称“地接服务”）、机票火车票、酒店、餐饮及门票、签证等。

地接服务主要指境外地接社提供的服务，项目主要包括安排酒店、境外餐厅、旅游交通等综合服务。公司在综合考虑目的地接待设施完善程度和成本等因素后，通过境外地接社采购上述项目或公司直接与境外酒店、旅游交通、餐厅灯服务商对接采购。2020年，公司采购地接服务占总成本的49.16%，是公司最主要的成本支出项目。采购模式上，公司采取与供应商签订长期合作协议，采取集中采购和远期采购等方式锁定价格。

公司单项服务采购主要包括机票、酒店、保险等。公司具有机票代理资质，与多家航空公司建立了长期合作关系。公司机票采购采取远期采购和集中采购方式，根据过往销售数据及对未来预测提前2个月向航空公司预先提交年度或季度座位需求，同时，公司也会联合其他旅行社向航空公司集中采购机票。其他单项产品采购主要实行集中采购。

结算方面，对于机票、签证、酒店等单项服务，公司采用预付方式与供应商结算，地接服务账期一般3~6个月，主要方式为TT和现金。公司主要业务为出境游，报价货币以人民币为主，根据汇率波动选择汇率合理时间进行相应币种购汇，公司同时开展外汇套期保值业务，减少汇率波动对业绩的影响。

表6 2019年及2020年公司营业成本构成情况

(单位：亿元、%)

项目	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
机票款、火车票	49.61	43.56	7.53	41.06
地接费	53.47	46.96	9.01	49.16
签证费	4.22	3.70	0.45	2.46
酒店餐厅及景点门票	5.04	4.43	1.24	6.75
其他费用	1.54	1.35	0.10	0.57
合计	113.88	100.00	18.34	100.00

资料来源：公司提供

2020年，公司成本支出合计18.34亿元，仍以地接费与飞机票及火车票为主，分别占成本总额的49.16%和41.06%。公司2020年采购成本同比大幅减少83.90%；前五大供应商采购额合计2.07亿元，主要为各大航空公司，占总采购额的11.27%，集中度较低。2021年一季度，出境游业务仍处于停滞状态，公司主业采购支出规模较小。

针对新冠肺炎疫情致使游客退团的情况，根据《中华人民共和国旅游法》，由于不可抗力等原因解除合同，旅行社不承担解除合同的违约责任，在扣除已向地接社或者履行辅助人支付且不可退还的费用后，将余款退还游客。此外，根据航空公司的政策，未使用的机票，可办理退票退款。跟踪期内，公司预付机票、酒店、地接等费用部分陆续退还公司，未退还部分已计提损失。

3. 销售及服务

跟踪期内，受境外疫情严重的影响，公司出境游业务停滞且恢复时间不确定性大，业绩出现大幅下滑。

跟踪期内，公司业务模式未发生变化，仍

实行批发零售一体化与线上线下结合的运营模式。

受新冠疫情影响，根据国家文化和旅游部的通知及北京市文化和旅游局的统一部署，公司国内旅游团组于2020年1月24日起停止发团，公司出境旅游团组于2020年1月27日起停止发团，即自2020年1月27日起，公司暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品，截至本报告出具日，出境游尚未恢复。

2020年，公司按目的地分类旅游收入合计实现12.13亿元，同比大幅减少，构成主要为2020年一月份确认的境外游收入。当月，公司实现境外游收入10.82亿元，占2020年公司按目的地分类旅游收入的89.20%。其中，境外目的地仍以欧洲与亚洲为主，2020年分别实现收

入4.04亿元和3.94亿元，分别占33.31%和32.48%。考虑到目前境外疫情仍未得到有效控制，公司出境游业务恢复时间存在较大不确定性。

跟踪期内，公司在出境游持续停摆的环境下，将原有渠道资源和业务团队向境内游倾斜，重点布局国内游和周边游，定位国内高端旅游市场。2020年四月，国内逐步恢复省内游和周边游，七月恢复跨省游，公司陆续推出四川、云南、广西、西藏等国内旅游线路，当年实现收入1.31亿元，同比减少26.40%。国内游较出境游有成本低、周转快、行程短等特点，一定程度上缓解公司资金周转压力。但国内旅游市场竞争激烈，公司业务转型时间短，国内游业务拓展情况仍有待观察。

表7 2018—2020年公司按目的地分类收入占比情况（单位：亿元、%、元/人）

目的地	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	均价	收入	占比	均价	收入	占比	均价
澳洲	4.37	3.93	16039.44	3.58	3.11	15197.58	0.60	4.95	28796.18
中东非	2.06	1.85	12813.71	3.87	3.36	11903.71	0.79	6.51	14831.67
美洲	6.34	5.7	20414.96	5.18	4.49	19695.00	1.45	11.95	63952.81
欧洲	53.62	48.19	13754.45	56.05	48.60	13434.97	4.04	33.31	10675.49
亚洲	43.54	39.13	3906.97	44.87	38.90	3674.02	3.94	32.48	7165.52
境外合计	109.93	98.80	--	113.55	98.46	--	10.82	89.20	--
境内	1.35	1.21	1194.78	1.78	1.55	1567.37	1.31	10.8	673.04
合计	111.28	100.00	--	115.34	100.00	--	12.13	100.00	--

资料来源：公司提供

表8 公司主要子公司经营财务状况（单位：亿元）

名称	注册资本	总资产	所有者权益	收入	净利润
竹园国旅	0.14	4.64	0.81	3.93	-2.75
香港众信	3.30	5.23	0.16	0.95	-2.72
优耐德（北京）国际旅行社有限公司	0.50	2.22	-0.99	3.80	-1.47

资料来源：公司提供

4. 经营效率

受行业环境的影响，公司经营效率同比大幅下滑。2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为3.71次、320.06次和0.35次。

5. 未来发展

公司将继续实施“新产品、新渠道、新技

术、新管理”的四个“新”发展规划，并针对疫情影响适时调整发展战略。

产品方面，公司计划开发符合不同层次需求，有主题、有特色、性价比高的旅游产品，丰富产品矩阵。未来还将依托资源优势，推出更多新型跟团游产品、自由行产品和目的地玩乐产品，提升产品的灵活度和消费的便利度。同

时，结合公司整体目的地资源布局，加快目的地服务公司建设，实施酒店公寓、度假屋的经营管理。在疫情影响全面恢复前，公司将在国内游、国内碎片化产品方面投入更多精力，发展周边游、国内游产品。

渠道方面，一方面公司将加强与线上线下一类渠道合作，开拓新渠道。另一方面，公司加快零售网络在更多省份落地。

技术方面，公司将继续推进“云平台”等信息系统建设，加强和各外部渠道的对接能力，扩大产品品类。同时实现平台的两端开放，发挥各类业务协同作用。

2020年，公司先后与中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免集团”）、王府井免税签署战略合作协议拟与中免集团共同在境内外尤其是“一带一路”沿线国家和地区开展“旅游+购物”的业务模式进行积极磋商，利用双方的资源优势，形成优势互补；拟与王府井免税在市内免税店领域及海南自由贸易港联合开展“旅游+购物”业务，共同开发境内外旅游零售业务。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报告，中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，截至2020年底，公司合并范围内子公司共计37家，减少3家；截至2021年3月底，公司合并范围内子公司共计39家，较2020年底新增2家。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为33.57亿元，所有者权益合计7.08亿元（含少数股东权益-1.35亿元）。2020年，公司实现营业收入15.92亿元，利润总额-18.41亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额

为29.16亿元，所有者权益合计6.11亿元（含少数股东权益-1.60亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入0.95亿元，利润总额-1.00亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受新冠疫情影响，公司主营业务停滞，应收账款、预付款项等经营性资产完成大部分回流，在商誉及部分应收款项计提大额减值的共同作用下，公司资产规模大幅收缩，构成仍以流动资产为主，整体资产质量一般，资产流动性趋弱。

截至2020年底，公司资产总额为33.57亿元，较上年底下降41.16%，主要系受疫情影响，公司主营业务停滞造成的经营性资产减少及商誉减值所致。截至2020年底，公司资产总额中流动资产占53.70%，非流动资产占46.30%。

截至2020年底，公司流动资产为18.03亿元，较上年底下降42.81%，主要系业务停滞，公司预付款项减少所致。截至2020年底，公司流动资产主要由货币资金10.53亿元（占58.41%）、应收账款1.93亿元（占10.73%）、预付款项1.80亿元（占9.96%）、其他应收款2.00亿元（占11.10%）和其他流动资产（占9.53%）构成。

截至2020年底，公司货币资金为10.53亿元，较上年底增长6.01%。公司货币资金主要由银行存款10.31亿元构成；受限资金规模为0.07亿元，主要由冻结资金和各类保证金存款构成。

截至2020年底，公司预付款项为1.80亿元，较上年底下降82.09%，主要系疫情影响的旅游业务停滞，公司机票及地接等预付款减少所致。

截至2020年底，公司其他应收款账面余额合计2.71亿元，较上年底减少25.75%，主要由各类保证金、押金及备用金构成。当期公司计提应收账款减值准备0.71亿元。

截至2020年底，公司其他流动资产合计1.72亿元，较上年底增长29.98%，主要由应收保理款1.56亿元构成。

截至 2020 年底,公司非流动资产主要由发放贷款及垫款(占 16.92%)、其他权益工具投资(占 39.26%)、在建工程(占 9.99%)和递延所得税资产(占 14.38%)构成。

截至 2020 年底,公司发放贷款及垫款账面价值 2.63 亿元,同比减少 17.10%。公司发放贷款和垫款主要由保证贷款(2.38 亿元)构成。2020 年底,公司发放贷款及垫款合计计提贷款损失准备 0.04 亿元。

截至 2020 年底,公司其他权益工具投资为 6.10 亿元,较上年底减少 25.55%。公司其他权益工具投资主要为投资的旅游产业基金,其中芜湖泛游旅游产业投资合伙企业(有限合伙) 5.34 亿元。截至 2020 年底,公司其他权益工具投资累计损失 2.35 亿元,其中 2020 年确认损失 2.31 亿元。

近年来,公司在旅游业领域外延收购形成较大规模商誉,旅游行业受新冠疫情影响大,收购标的疫情期间业绩下滑明显。截至 2020 年底,公司商誉合计 108.26 万元,较上年底大幅下降 99.85%,主要系公司计提大额商誉减值所致。2020 年,公司合计计提商誉减值 7.23 亿元,其中,竹园国旅和上海悠哉网络科技有限公司分别计提商誉减值 4.76 亿元和 1.23 亿元,其余商誉减值标的公司金额较为分散。

截至 2020 年底,公司在建工程为 1.55 亿元,较上年底增长 10.78%,主要为瑞士滑雪场公寓项目投入增加,2020 年增加金额为 1511.07 万元。

截至 2021 年 3 月底,公司资产总额为 29.16 亿元,较 2020 年底下降 13.13%,主要系货币资金较 2020 年底下降 6.01% 至 7.46 亿元所致;截至 2021 年 3 月底,公司资产结构中流动资产占 47.57%,非流动资产占 52.43%,较 2020 年底变化不大。

3. 资本结构

受大额亏损影响,公司未分配利润为负,所有者权益大幅减少;权益稳定性弱。公司有

息债务规模较大,短债占比高,考虑到目前行业运行及公司经营状况,整体债务负担重。

(1) 所有者权益

截至 2020 年底,公司所有者权益为 7.08 亿元,较上年底大幅下降 71.48%,其中,归属于母公司权益合计 8.43 亿元。截至 2020 年底,公司归属于母公司权益主要构成为实收资本(占 107.50%)、资本公积(占 83.81%)、其他综合收益(占 -26.72%)和未分配利润(占 -70.97%);受控股子公司亏损影响,截至 2020 年底,公司少数股东权益合计 -1.35 亿元。公司权益结构稳定性弱。截至 2020 年底,受“众信转债”部分转股的影响,公司实收资本和资本公积分别较上年底增长至 9.06 亿元和 7.07 亿元。

截至 2021 年 3 月底,公司所有者权益为 6.11 亿元,较 2020 年底下降 13.68%,系公司持续亏损导致。

(2) 负债

截至 2020 年底,公司负债总额为 26.50 亿元,较上年底下降 17.82%。截至 2020 年底,公司负债总额中流动负债占 84.00%,非流动负债占 16.00%,公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底,公司流动负债为 22.26 亿元,较上年底下降 13.91%。截至 2020 年底,公司流动负债主要由短期借款(占 39.86%)、应付账款(占 27.36%)和其他应付款(占 20.67%)构成。

截至 2020 年底,公司短期借款为 8.87 亿元,较上年底下降 13.73%。公司短期借款主要由保证借款(2.14 亿元)和信用借款(6.74 亿元)构成。

截至 2020 年底,公司应付账款为 6.09 亿元,较上年底下降 13.45%。按账龄分析,公司一年以内的应付账款占总额的 74.88%,1—2 年的应付账款占 24.79%,整体账龄较长。

截至 2020 年底,公司其他应付款为 4.60 亿元,较上年底大幅增长 140.84%,主要系新增公司实际控制人提供的股东借款 3.19 亿元。

截至 2020 年底,公司非流动负债为 4.24 亿元,较上年底下降 33.67%,主要系部分可转债行权转股所致。截至 2020 年底,公司非流动负债主要由应付债券(占 90.43%)构成。截至 2020 年底,公司应付债券余额为 3.83 亿元,为公司于 2017 年发行的可转债“众信转债”,2020 年公司计提溢价摊销 0.74 亿元。

截至 2021 年 3 月底,公司负债总额合计 23.05 亿元,较 2020 年底下降 12.99%。其中,流动负债较 2020 年底下降 15.60%至 18.79 亿元,主要系公司偿付部分短期借款及应付账款所致。截至 2021 年 3 月底,公司短期借款较 2020 年底下降 28.94%至 6.30 亿元。非流动负债较上年底变动不大。

有息债务方面,截至 2020 年底,公司全部债务合计 16.40 亿元,较上年底变动不大。其中,短期债务占 75.44%,长期债务占 24.56%,债务结构以短期债务为主。截至 2020 年底,受所有者权益大幅减少的影响,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底显著增长,分别为 78.92%、69.85%和 36.26%。

截至 2021 年 3 月底,公司有息债务规模持续下滑至 29.16 亿元,较 2020 年底下降 13.13%,债务结构仍以短期债务为主,占全部债务的 70.59%。债务指标方面,资产负债率和长期债务资本化比率分别上升至 79.05%和 40.04%,全部债务资本化比率小幅下滑至 69.42%。

4. 盈利能力

由于新冠疫情对旅游行业的冲击,公司主营业务停滞,出现经营性亏损,同时大额资产减值损失扩大公司亏损规模。2021 年一季度,出境游业务仍未恢复,公司持续亏损。

受疫情对旅游行业的影响,2020 年,公司营业收入规模同比大幅减少至 15.92 亿元。同期,营业成本同比大幅减少至 18.34 亿元;营业利润率为-15.31%,2020 年公司收入无法覆盖成本支出,呈现经营性亏损状态。

2020 年,公司期间费用为 6.85 亿元,同比下降 39.77%。其中,销售费用同比下滑 48.12%至 4.73 亿元,主要系疫情期间业务停滞,公司关停门店及精简人员带动以销售人员薪酬及房租为主的销售费用同比大幅减少。

2020 年,公司资产减值损失合计 7.68 亿元,主要由公司计提的 7.23 亿元商誉减值构成。同期,公司信用减值损失合计 1.41 亿元,主要由应收账款坏账损失(0.85 亿元)和其他应收款坏账损失(0.56 亿元)构成。

2020 年,公司利润总额亏损 18.41 亿元。其中,减值损失(资产减值损失+信用减值损失)占亏损总额的 49.36%。从盈利指标来看,2020 年,公司总资本收益率和净资产收益率均同比大幅下降,分别为-66.70%和-233.78%。

2021 年一季度,由于境外疫情未能得到有效控制,公司出境游业务仍未恢复,实现收入 0.95 亿元,利润总额亏损 1.00 亿元。

5. 现金流

跟踪期内,公司收回大部分经营性垫款和应收款,经营活动现金持续呈净流入状态,资本支出规模小,经营活动现金流净额对投资活动覆盖程度良好。2021 年一季度,公司经营仍未恢复,随着国内游业务开拓方面的支出和日常经营性成本的刚性支付,经营活动现金流转为净流出,资金压力有所加大。

经营活动方面,受疫情影响,2020 年公司经营活动现金流入及流出规模均同比大幅下滑,分别为 20.72 亿元和 18.95 元,分别同比下滑 84.02%和 85.19%。2020 年,公司经营活动现金净流量为 1.77 亿元,同比增长 5.32%。同期,公司现金收入比为 119.73%,公司经营获现能力尚可。

投资活动方面,2020 年,公司投资活动现金流入和流出规模分别为 1.65 亿元和 2.30 亿元。公司对外资本支出规模较小,投资活动主要为购买及赎回理财产品。2020 年,公司投资活动产生的现金流量净额为-0.64 亿元,经营活

动现金流量净额对公司投资活动覆盖程度良好。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入量同比增长12.81%至15.77亿元，全部为取得借款收到的现金。同期，筹资活动现金流出量为16.14亿元，同比增长19.32%。公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.36亿元。

2021年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.42亿元，投资活动现金净流量为435.26万元。由于公司偿付短期借款，当期融资活动现金净流出2.67亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债指标表现弱。考虑在当下行业环境下，公司经营获现能力受限，资产流动性趋弱，公司存在一定短期偿债压力。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为81.00%和80.00%，均较上年底下滑明显。同期，公司现金短期债务比为0.85倍。

从长期偿债能力指标看，2020年，由于公司大额亏损，EBITDA同比大幅下滑至-16.99亿元，无法对利息和全部债务形成保障。

截至2021年3月底，公司获得各家商业银行授信额度总量为人民币15.95亿元，尚未使用额度9.71亿元。公司为国内A股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2021年3月底，公司无对外担保及重大诉讼。

7. 公司本部财务概况

公司本部经营规模较小，2020年现金流状况变动不大；受长期股权投资账面价值下降的影响，非流动资产规模下降。公司有息债务主要集中在本部，资产流动性较弱，短期偿债压力较大。

截至2020年底，公司本部资产总额为34.14亿元，其中流动资产18.84亿元，非流动资产15.30亿元；流动资产主要由其他应收款12.90亿元构成，其中，其他应收款前五名金额合计

11.47亿元，占总额的88.87%，集中度很高，主要为对上海优葵投资管理有限公司的往来款5.82亿元。公司本部货币资金为5.20亿元；非流动资产以长期股权投资13.55亿元为主。

表9 截至2020年底公司本部其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

名称	金额	占比	款项性质
上海优葵投资管理有限公司	5.82	45.10	往来款
Hongkong UTour International Travel Service Co., Limited	2.77	21.50	往来款
北京众信优游国际旅行社有限公司	1.78	13.76	应收股权转让款及其他
竹园国旅	0.75	5.82	往来款及机票押金
吉品控股集团有限公司	0.35	2.69	房租押金
合计	11.47	88.87	--

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司本部负债合计17.20亿元，其中流动负债13.21亿元，非流动负债3.99亿元；流动负债以短期借款（6.72亿元）和其他应付款（5.84亿元）为主；非流动负债主要为应付债券3.83亿元。截至2020年底，公司本部有息债务合计13.75亿元，短期债务占72.08%，长期债务占27.92%。同期，本部资产负债率为50.37%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为18.45%和44.79%，本部债务负担重。

截至2020年底，公司本部所有者权益合计16.95亿元，其中实收资本9.06亿元，资本公积9.56亿元，未分配利润-1.99亿元。

2020年，公司本部实现营业收入2.28亿元；当期利润总额-6.26亿元。

2020年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-0.57亿元，投资活动产生的现金流量净额为0.79亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.64亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

2020年，公司经营活动现金流入量对公司未来待偿债券本金峰保障能力较强，但考虑到公司海外游业务因海外疫情停滞，且海外疫情目前仍未得到有效控制，上述保障能力不具备可持续性。

截至本报告出具日，公司存续债券余额为4.56亿元，本年度无剩余应到期债券金额。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对未来待偿债券本金峰的覆盖倍数分别为4.54倍、0.39倍和-3.73倍。

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额	--
未来待偿债券本金峰值	4.56
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.54
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.39
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	-3.73

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA-下调为 A，将“众信转债”的信用等级由 AA-下调为 A，评级展望为负面。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底众信旅游集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底众信旅游集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.22	9.68	10.46	7.39
资产总额(亿元)	53.39	57.06	33.57	29.16
所有者权益(亿元)	24.39	24.82	7.08	6.11
短期债务(亿元)	8.81	10.59	12.37	9.79
长期债务(亿元)	5.23	5.60	4.03	4.08
全部债务(亿元)	14.04	16.19	16.40	13.87
营业收入(亿元)	122.31	126.77	15.92	0.95
利润总额(亿元)	0.88	1.16	-18.41	-1.00
EBITDA(亿元)	2.12	2.63	-16.99	--
经营性净现金流(亿元)	-0.03	1.68	1.77	-0.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.80	20.03	3.71	--
存货周转次数(次)	4551.01	2433.21	320.06	--
总资产周转次数(次)	2.34	2.30	0.35	--
现金收入比(%)	99.32	101.16	119.73	173.82
营业利润率(%)	9.77	10.10	-15.31	20.81
总资本收益率(%)	3.20	4.01	-66.70	--
净资产收益率(%)	2.03	3.12	-233.78	--
长期债务资本化比率(%)	17.64	18.40	36.26	40.04
全部债务资本化比率(%)	36.53	39.47	69.85	69.42
资产负债率(%)	54.31	56.50	78.92	79.05
流动比率(%)	127.95	121.94	81.00	73.86
速动比率(%)	127.83	121.68	80.79	73.60
经营现金流动负债比(%)	-0.11	6.50	7.96	--
现金短期债务比(倍)	1.05	0.91	0.85	0.75
EBITDA 利息倍数(倍)	2.88	3.02	-19.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.64	6.14	-0.97	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；合并口径其他应付款及长期应付款中有息部分已分别调至短期债务与长期债务

数据来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.08	4.55	5.20	2.59
资产总额(亿元)	38.50	41.00	34.14	31.73
所有者权益(亿元)	19.17	22.26	16.95	16.67
短期债务(亿元)	7.53	7.50	9.91	7.95
长期债务(亿元)	5.16	5.52	3.83	3.90
全部债务(亿元)	12.70	13.02	13.75	11.86
营业收入(亿元)	21.01	16.56	2.28	0.22
利润总额(亿元)	1.20	-0.29	-6.26	-0.29
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-5.34	0.32	-0.57	-0.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	45.95	52.44	17.11	--
存货周转次数(次)	1217.76	654.99	80.39	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.42	0.06	--
现金收入比(%)	100.35	102.84	62.43	41.91
营业利润率(%)	15.38	17.99	17.00	12.53
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	7.22	-0.95	-35.98	--
长期债务资本化比率(%)	21.22	19.88	18.45	18.97
全部债务资本化比率(%)	39.84	36.90	44.79	41.56
资产负债率(%)	50.19	45.72	50.37	47.46
流动比率(%)	137.50	155.21	142.64	146.87
速动比率(%)	137.41	154.98	142.50	146.87
经营现金流动负债比(%)	-38.90	2.53	-4.34	--
现金短期债务比(倍)	0.54	0.61	0.52	0.33
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2021 年一季度母公司财务报表未经审计

数据来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。