

信用评级公告

联合〔2022〕3642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 A 下调为 BBB，“众信转债”的信用等级由 A 下调为 BBB，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：

二〇二二年六月十五日

众信旅游集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 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	BBB	负面	A	负面
众信转债	BBB	负面	A	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	4.55 亿元	2023-12-01

评级时间：2022 年 6 月 15 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	bb		评级结果	BBB
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	2
			经营分析	3
财务风险	F6	现金流	资产质量	2
			盈利能力	7
			现金流量	1
		资本结构	6	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
实际控制人两次出让公司股权，回流对价资金扣除税金和费用及冯滨先生股票融资借款后以股东借款形式全部注入公司，补充公司流动资金，支持公司业务发展				+3

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：

众信旅游集团股份有限公司（以下简称“公司”）是国内大型出境游批发商。跟踪期内，在出境游业务仍处于停滞状态下，公司着力于境内游和整合营销服务方面的业务拓展和经营，整合营销收入和毛利率同比有所增长，但未能有效缓冲主营业务收入下滑幅度，加之运营和营销费用高企，2021 年公司经营业绩持续亏损，亏损面同比收窄。2020 年 12 月及 2021 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”）先后出资 3.85 亿元和 2.42 亿元战略入股公司，实际控制人冯滨及股东郭洪斌将上述股权转让款扣除税金和费用及冯滨先生股票融资借款后全额向公司提供股东借款，以支持公司业务发展。

此外，受持续亏损影响，截至 2022 年 3 月底公司所有者权益降至 0.96 亿元，同期有息债务仍保持较大规模，导致公司偿债指标显著弱化，再融资能力受限，短期偿付压力大。考虑到境内外疫情仍未得到全面控制，公司出境游业务短期内恢复不确定性大，经营业绩在短期内仍难以转盈；为支撑国内业务开拓和刚性经营成本的支出，公司资金压力将维持高位。

综合评估，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）确定将公司主体长期信用等级由 A 下调为 BBB，将“众信转债”的信用等级由 A 下调为 BBB，评级展望为负面。

优势

1 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 月及 2021 年 12 月，阿里网络分别以 3.85 亿元和 2.42 亿元对价收购实际控制人冯滨及股东郭洪斌所持公司合计 11.06% 的股权，成为公司第二大股东。同时，上述股权收购款扣除税金和费用及冯滨先生股票融资借款后已作为股东借款全额注入公司，以支持业务发展，截至 2021 年底，股东借款余额 4.80 亿元。

2. 处置子公司股权，回款增加公司运营资金，公司进一步聚焦主业。2021 年 12 月 24 日，公司出售广州优贷小额贷款有限公司（以下简称“广州优贷”）等三家类金融业务子公司股权，交易对价为 1.80 亿元，截至本报告出具日已

分析师：景雪 刘祎烜

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

收到1.30亿元。

关注

- 跟踪期内，公司经营持续亏损，未来仍面临很大的经营风险和压力。**新冠肺炎疫情对旅游行业冲击严重，跟踪期内公司优势业务出境游持续停滞，转而主攻的国内旅游业务面临更为激烈的行业竞争，且尚处于拓展初期，无法对公司业绩的恢复形成有力支撑。2021年，公司营业收入规模同比下滑55.10%，利润总额亏损6.44亿元，2020年及2021年利润总额累计亏损24.85亿元。
- 跟踪期内，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，经营获现能力弱化。**2021年，受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持续影响，公司经营活动现金流由上年1.77亿元转为净流出2.57亿元。
- 公司所有者权益规模快速下降，面临资不抵债风险。**受持续亏损影响，截至2022年3月底，公司所有者权益持续下降至0.96亿元。
- 公司再融资能力受限，偿债压力大。**截至2022年3月底，公司有息债务14.76亿元，其中短期债务10.48亿元，现金短期债务比为0.66倍；公司合并口径银行授信额度5.24亿元，本部口径银行授信额度为5.06亿元，均已使用完毕，间接融资渠道亟待拓宽。
- 跟踪期内，公司董事及高级管理人员变动较大，可能对公司经营管理产生一定影响。**跟踪期内，公司副董事长及财务总监辞去相关职务，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	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	9.93	10.53	7.58	6.93
资产总额(亿元)	57.06	33.57	25.42	23.90
所有者权益(亿元)	24.82	7.08	1.19	0.96
短期债务(亿元)	10.59	12.37	11.08	10.48
长期债务(亿元)	5.60	4.03	4.58	4.27
全部债务(亿元)	16.19	16.40	15.66	14.76
营业收入(亿元)	126.77	15.92	7.15	0.59
利润总额(亿元)	1.16	-18.41	-6.44	-0.66
EBITDA(亿元)	2.63	-16.99	-4.76	--
经营性净现金流(亿元)	1.68	1.77	-2.57	-0.12
营业利润率(%)	10.10	-15.31	9.71	14.74
净资产收益率(%)	3.12	-233.78	-448.26	--
资产负债率(%)	56.50	78.92	95.31	95.99
全部债务资本化比率	39.47	69.85	92.92	93.90
流动比率(%)	121.94	81.00	66.27	63.33
经营现金流动负债比(%)	6.50	7.96	-13.17	--
现金短期债务比(倍)	0.94	0.85	0.68	0.66
EBITDA/利息倍数(倍)	3.02	-19.11	-6.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	-0.97	-3.29	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	41.00	34.14	33.92	--
所有者权益(亿元)	22.26	16.95	15.84	--
全部债务(亿元)	13.02	13.75	14.72	--
营业收入(亿元)	16.56	2.28	0.62	--
利润总额(亿元)	-0.29	-6.26	-1.66	--
资产负债率(%)	45.72	50.37	53.30	--
全部债务资本化比率(%)	36.90	44.79	48.17	--
流动比率(%)	155.21	142.64	128.12	--
经营现金流动负债比(%)	2.53	-4.34	-3.17	--

注: 2022年一季度报表未经审计, 公司未披露公司本部一季度财务报表; 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	A	A	负面	2021-6-24	景雪 刘祎烜	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	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受众信旅游集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 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 2022 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 18.25%；阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里网络”）持有公司 11.06% 的股权，为公司第二大股东。截至 2022 年 6 月 14 日，冯滨持有公司股权的 21.49% 已质押，剩余未质押部分股权市值约 7.49 亿元。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2022 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、证券事务部、法务部和网络技术部等 10 个职能部门。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 25.42 亿元，所有者权益合计 1.19 亿元（含少数股东权益-2.07 亿元）。2021 年，公司实现营业

收入 7.15 亿元，利润总额-6.44 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 23.90 亿元，所有者权益合计 0.96 亿元（含少数股东权益-2.14 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.59 亿元，利润总额-0.66 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 跟踪评级债券概况（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	4.55	2017-12-01	6 年

资料来源：联合资信整理

“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 2022 年 3 月底，公司转股价格下调为 7.92 元/股，可转债债券余额为 4.55 亿元。

2022 年 5 月 25 日，根据《众信旅游集团股份有限公司关于向下修正“众信转债”转股价格的公告》，鉴于公司 A 股股票已经出现任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于“众信转债”转股价格的 90%（即 7.128 元/股）的情形，已满足《募集说明书》中规定的转股价格向下修正的条件。2022 年 5 月 8 日，公司董事会通过了《关于董事会提议向下修正可转换公司债券转股价格的议案》，并经 2022 年 5 月 24 日召开的 2022 年第三次临时股东大会审议通过，决定将“众信转债”转股价格由人民币 7.92 元/股向下修正为人民币 5.95 元/股，本次转股价格调整实施日期为 2022 年 5 月 25

日。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击

表2 2021年一季度 - 2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一

季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。

其中,出口 8209.20 亿美元,同比增长 15.80%;进口 6579.80 亿美元,同比增长 9.60%;贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳, PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%,猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%,各月同比增速回落幅度有所收敛;PPI 环比由降转升,上行动力增强,输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动,带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张, 财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元,比上年同期多增 1.77 万亿元;3 月末社融规模存量同比增长 10.60%,增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看,财政前置带动政府债券净融资大幅增长,是支撑社融扩张的主要动力,一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳, 民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度,全国一般公共预算收入 6.20 万亿元,同比增长 8.60%,财政收入运行总体平稳。其中,全国税收收入 5.25 万亿元,同比增长 7.70%,主要是受工业企业利润增长带动,但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面,2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元,同比增长 8.30%,为全年预算的 23.80%,进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障,科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大, 居民收入稳定增长。2022 年一季度,城镇调查失业率均值为 5.53%,其中 1 月、2 月就业情况总体稳定,调查失业率

分别为 5.30%、5.50%,接近上年同期水平,环比小幅上升,符合季节性变化规律;而 3 月以来局部疫情加重,城镇调查失业率上升至 5.80%,较上年同期上升 0.50 个百分点,稳就业压力有所增大。2022 年一季度,全国居民人均可支配收入 1.03 万元,实际同比增长 5.10%,居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置, 保持经济运行在合理区间, 实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月,国务院常务会议指出,要把稳增长放在更加突出的位置,统筹稳增长、调结构、推改革,切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间:部署促进消费的政策举措,助力稳定经济基本盘和保障改善民生;决定进一步加大出口退税等政策支持力度,促进外贸平稳发展;确定加大金融支持实体经济的措施,引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定:着力通过稳市场主体来保就业;综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定,保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响, 经济稳增长压力加大。生产端,停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注;需求端,投资对经济的拉动作用有望提升,可能主要依靠基建投资的发力;国内疫情的负面影响短期内或将持续,制约消费的进一步复苏;在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下,叠加上年基数攀升的影响,出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此,IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大,实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 旅游行业

(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。新冠肺炎疫情的爆发对旅游行业产生很大冲击，旅游行业多种业态“停摆”。2021年，国内疫情局地多发，疫情防控进入常态化，复苏情况略好于2020年；出境游延续停滞状态。2022年一季度，国内多地疫情反复，旅游业复苏再次放缓。

2021年以来，新冠肺炎影响持续，国内疫情呈现零星散发态势，国内旅游总人数为32.46亿人次，同比增长12.8%，但依然远低于疫情前2019年的59.01亿人次，仅恢复至2019年的54.0%。全国国内旅游收入为2.92万亿元，同比增长31.00%。城镇居民是国内旅游的主要客源市场，2021年，城镇居民出游23.42亿人次，较上年增加2.77亿人次，同比增长13.4%，占旅游总人次的72.15%；城镇居民国内旅游总消费2.36万亿元，较2020年增长31.6%，占消费总额的81.2%；农村居民旅游总消费0.55万亿元，较2020年增长28.4%。国内游业务逐步恢复，但新冠肺炎影响持续，国内疫情局地多发，对国内游旺季影响较大，疫情防控进入常态化，旅游行业复苏情况好于2020年，但尚未实现全面复苏。

出境游方面，受疫情影响，2020年以来出境游人数锐减，2021年中国旅行社组织出境旅游人数为0.94万人次，较2019年6288.06万人次大幅减少。出境旅游目的地主要包括中国澳门、

澳大利亚、美国、中国香港、法国、日本、泰国等国家，中国澳门作为目的地的出境游人数占2021年出境游总人数的93.62%。2021年中国旅行社出境旅游营业收入完成6.63亿元，较2020年减少了157.28亿元。

2022年一季度，国内多地疫情反复。当期，国内旅游总人次8.30亿，比上年同期减少1.94亿，下降19.0%。其中，城镇居民旅游人次6.21亿，下降11.4%；农村居民旅游人次2.09亿，下降35.3%。国内旅游收入0.77万亿元，比上年同期增加0.03万亿元。

(2) 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产业，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。

2022年1月，国务院印发了《“十四五”旅游业发展规划》(以下简称“《规划》”)，明确到2025年，旅游业发展水平不断提升，现代旅游业体系更加健全，旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富，大众旅游消费需求得到更好满足。国内旅游蓬勃发展，出入境旅游有序推进，旅游业国际影响力、竞争力明显增强，旅游强国建设取得重大进展。

表3 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
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，提升入境旅游统一宣传平台水平等。
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。
2020年4月	《文化和旅游部国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》	旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。

2021年6月	《关于加强政策扶持 进一步支持旅行社发展的通知》	为减轻企业现金流压，加大政策和资金支持，拓展旅行社发展空间，支持旅行社积极应对当前经营困难，履行社会责任，文化和旅游部决定向旅行社暂退部分旅游服务质量保证金。
2022年1月	《“十四五”旅游业发展规划》	坚持创新驱动发展，深化“互联网+旅游”，推进智慧旅游发展；化旅游空间布局，促进城乡、区域协调发展，建设一批旅游城市和特色旅游目的地；完善旅游产品供给体系，激发旅游市场主体活力，推动“旅游+”和“+旅游”，形成多产业融合发展新局面。
2022年3月	《文化和旅游部办公厅关于抓好促进旅游业恢复发展纾困扶持政策贯彻落实工作的通知》	将旅游业作为重点帮扶行业，给予有力政策支持。做好普惠性减税降费政策在旅游业领域的落地服务。推动普惠金融政策在旅游业领域加快落实。落实阶段性缓缴失业保险和工伤保险政策“免申即享”。完善旅游企业承接机关企事业单位相关活动实施细则。用好旅游服务质量保证金扶持政策。加快推进保险替代保证金试点工作。
2022年5月	《关于进一步发挥资本市场功能支持受疫情影响严重地区和行业加快恢复发展的通知》（证监发〔2022〕46号）	受疫情影响严重地区和行业上市公司发行股份购买资产申请适用“小额快速”审核机制，在计算交易金额时不再适用最近12个月内累计计算的要求。发行股份购买资产同时募集配套资金的，放宽募集配套资金用于补充流动资金、偿还债务的比例限制。

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司实收资本为9.06亿元。冯滨直接持有公司18.25%的股权，是公司控股股东和实际控制人；阿里网络持有公司11.06%的股权，为公司第二大股东。截至2022年6月14日，冯滨所持股票中0.36亿股已质押，占其所持股份的21.49%。

2. 企业规模及竞争力

公司作为国内旅游批发企业，国际旅游线路丰富，旅游及整合营销业务具备一定市场竞争优势。旅游产品线上分销平台已完成搭建，未来有望加快公司旅游业务复苏进程。

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备竞争优势，拥有超过2000家代理客户及数万家合作经营网点。

跟踪期内，公司与阿里巴巴集团控股有限公司（以下简称“阿里集团”）子公司浙江阿里旅行投资有限公司（以下简称“阿里旅行”）成立合资公司杭州阿信网络科技有限公司（以下

简称“杭州阿信”），自主研发的旅游产品分销系统平台正式上线投放市场，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2021年底，杭州阿信线上系统注册旅游顾问人数超过三千人，日活跃人数超过千人。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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2022年4月6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七笔关注类借款，关注类借款余额2.14亿元，为银行主动关注，未发生实质风险事件。

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

截至2022年5月31日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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 跟踪期内公司董事及高级管理人员变动情况

姓名	担任职务	类型	原因
郭洪斌	董事、副董事长、战略委员会委员	离任	因个人原因，辞去公司董事、副董事长、战略委员会委员等职务

朱宁	独立董事	离任	因个人原因，辞去公司独立董事职务
贺武	董事、财务总监	解聘	因个人原因，辞去公司董事、财务总监职务
丁小亮	独立董事	任期满离任	因任期届满，辞去公司独立董事职务
孙云	独立董事	任期满离任	因任期届满，辞去公司独立董事职务
赵锐	副总经理	任期满离任	因任期届满，辞去公司副总经理
吕菊蓉	财务总监	聘任	经2021年6月24日公司第四届董事会第三十九次会议聘任为公司财务总监
赵磊	董事	被选举	经2021年12月24日公司2021年第一次临时股东大会补选为董事
黄振中	独立董事	被选举	经2022年2月16日召开了2022年第二次临时股东大会选举为独立董事
黄海军	独立董事	被选举	经2022年2月16日召开了2022年第二次临时股东大会选举为独立董事

资料来源：联合资信整理

八、重大事项

实际控制人及持股 5%以上股东协议转让部分公司股权。

2021年12月8日，公司控股股东、实际控制人冯滨先生及持股 5%以上股东郭洪斌先生与阿里网络签署了《股份转让协议》（以下简称“股份转让协议”），阿里网络通过协议转让方式以人民币 4.41 元/股分别受让冯滨先生、郭洪斌先生所持有的众信旅游 3700.94 万股股份（占其持有公司股权的 4.08%）、1776.43 万股股份（占其持有公司股权的 1.96%），共计受让众信旅游 5477.37 万股无限售条件流通股股份，约占上市公司总股本的 6.04%，转让对价合计 2.42 亿元。本次协议转让股份过户登记手续已于 2021 年 12 月 28 日全部完成。本次股权转让完成后，阿里网络持有公司 11.06% 的股权，成为公司第二大股东。冯滨先生持有公司 18.25% 的股权，仍是公司控股股东及实际控制人。

股权转让完成后，冯滨先生与郭洪斌先生以借款方式将全部股份转让价款合计 1.63 亿元（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以及已用于偿还冯滨先生股票融资借款的部分）提供给公司用于日常经营，借款期限为一年，借款利息按照央行授权全国银行间同业拆借中心公布的一年期贷款市场报价利率（LPR）计算。公司于 2021 年 12 月 30 日收到该笔款项，并将其计入其他应付款科目。

截至 2021 年底，计入其他应付款的股东借款余额 4.80 亿元。

公司终止重大资产重组

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。

2021 年 12 月 6 日，公司发布了《众信旅游集团股份有限公司关于终止凯撒同盛发展股份有限公司换股吸收合并众信旅游集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易的公告》（以下简称“《终止公告》”），《终止公告》称鉴于本次重大资产重组采取吸收合并的方式，涉及环节较多，且受新冠肺炎疫情以及本次交易的市场环境变化影响，继续推进本次重大资产重组事项可能面临较大不确定性风险。经协商双方共同终止本次交易事项，不再推进本次吸收合并相关事宜。

出售子公司股权

公司于 2021 年 12 月 24 日召开第四届董事会第四十五次会议审议通过了《关于签署〈股权转让协议〉暨出售资产的议案》，同意向文昌宝宇投资有限公司（以下简称“文昌宝宇”）转让公司及全资子公司香港众信国际旅行社有限

公司（以下简称“香港众信”）所持有的中企信商业保理有限公司（以下简称“中企信商业保理”，公司持股 75.00%，香港众信持股 25.00%）、中企信融资租赁有限公司（以下简称“中企信

融资租赁”，公司持股 75.00%，香港众信持股 25.00%）和广州优贷小额贷款有限公司（以下简称“广州优贷”，公司持股 100.00%）100%股权。

表5 公司出售标的公司经营财务状况（单位：万元）

名称	注册资本	总资产	所有者权益	营业总收入	净利润
2020 年					
中企信商业保理	10000.00	23875.95	11456.87	2279.09	2.72
中企信融资租赁	17000.00	0.13	-0.82	--	-0.18
广州优贷	20000.00	26925.02	25165.94	2110.50	53.43
2021 年 1—9 月					
中企信商业保理	10000.00	16059.28	5892.02	1382.29	-1.86
中企信融资租赁	17000.00	0.27	-0.97	--	-0.23
广州优贷	20000.00	17305.19	11932.48	1293.60	-726.55

注：三家标的公司 2021 年 1-9 月总资产及所有者权益数据为由交易双方共同委托的同致信德（北京）资产评估有限公司以资产基础法评估的数据，非账面价值。

资料来源：公司提供

本次交易对价为 1.80 亿元，其中，中企信商业保理对价 0.60 亿元，中企信融资租赁对价 0.00 元，广州优贷对价 1.20 亿元。截至本报告出具日，公司已收到文昌宝宇股权转让款 1.30 亿元，剩余 0.50 亿元将于标的企业完成工商变更后两个月内支付。公司已收到的 1.30 亿元股权转让款暂记其他应付款科目计量。截至 2022 年 3 月底，公司对广州优贷存在财务资助债权余额 420.46 万元，将在股权交割完成前清偿完毕。本次交易完成后，公司将进一步集中资源聚焦主业。

九、经营分析

1. 经营概况

受新冠肺炎疫情影响，公司核心出境游业务自 2020 年 1 月底起至今全面停滞。跟踪期内，公司着力于境内游和整合营销服务方面的业务拓展和经营，整合营销服务收入和毛利率同比有所增长，但未能有效缓冲主营业务收入下滑幅度。

跟踪期内，公司主营业务仍以旅游批发及零售和整合营销服务为主。受新冠肺炎疫情全

球性蔓延的持续影响，2021 年，公司旅游业务仍未恢复，主营业务实现收入 6.84 亿元，同比下降 56.18%。公司 2021 年重新划分业务板块，原出境游及国内游批发业务划分为旅游批发业务，出境游零售和国内游零售业务划分为旅游零售业务，原国内游及单项产品不再单独列示。

分板块看，受疫情影响，公司出境游仍处于停滞状态，旅游业务收入以境内游为主。2021 年，公司旅游批发及旅游零售分别实现收入 1.17 亿元和 1.33 亿元，同比分别下降 88.38% 和 44.58%，主要系 2020 年 1—2 月有部分出境游业务收入，2021 年出境业务整体停滞所致。其中，公司旅游批发业务实现境外收入 0.26 亿元，旅游零售业务均为境内游收入。2021 年，公司整合营销服务业务实现收入 4.25 亿元，同比增长 46.55%，主要系 2021 年境内疫情有所缓解，部分客户出境商务会奖旅游项目转为境内，下游需求有所提升带动公司整合营销服务业务收入同比增长。

毛利率方面，受毛利率相对较高的整合营销服务及旅游零售收入占比提升影响，2021 年公司综合毛利率水平同比上升至 5.96%。分板块看，旅游批发业务亏损系出境游停滞期间公

司承担部分预支成本损失及运营费用导致，2021年毛利率为-20.65%；旅游零售以国内游单品为主，毛利率为15.13%。整合营销服务毛利率为8.92%，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，跟踪期内毛利率有所下滑但仍保持高位。

2022年一季度，由于境外疫情尚未得到有

效控制，公司出境游业务仍处于停滞状态。2022年1—3月，公司实现主营业务收入0.60亿元，同比下滑30.15%。同期，公司主营业务毛利率为15.22%，同比上升3.57个百分点，主要系公司旅游批发及零售业务毛利率提升所致。

表6 2019—2021年及2022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	2019年			2020年			2021年			2022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(%)
旅游批发	90.49	71.69	8.76	10.07	64.48	-33.75	1.17	17.04	-20.65	0.11	18.00	13.31
旅游零售	25.36	20.09	12.78	2.40	15.41	8.20	1.33	19.52	15.13	0.12	19.48	22.07
整合营销服务	9.96	7.89	7.66	2.90	18.58	8.22	4.25	62.09	8.92	0.36	60.53	10.92
其他行业产品	0.41	0.32	91.82	0.24	1.53	98.50	0.09	1.36	72.33	0.01	1.98	96.91
合计	126.22	100.00	9.75	15.61	100.00	-17.47	6.84	100.00	5.96	0.60	100.00	15.22

资料来源：公司提供

表7 公司主要子公司经营财务状况（单位：亿元）

名称	注册资本	业务内容	总资产	所有者权益	收入	净利润
竹园国旅	1.60	旅游批发及零售	2.92	0.72	0.53	-0.68
优耐德（北京）国际旅行社有限公司	2.00	旅游批发及零售	3.94	-0.69	0.21	-0.75
众信博睿	0.50	整合营销服务	2.95	2.10	4.25	0.02

资料来源：公司提供

2. 旅游批发及零售业务

跟踪期内，公司出境游仍处于停滞状态，集中资源布局境内游业务，销售模式变动不大，采购成本以地接费为主。考虑到短期内出境游业务恢复不确定性大，2022年以来国内疫情多地复发以及国内游竞争激烈，公司旅游批发及零售业务未来仍面临很大的经营压力。

公司出境游业务自2020年1月底起至今持续处于停滞状态，跟踪期内旅游批发和旅游零售业务收入均来自境内游业务。

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，通过地接社采购上述项目

或公司直接与酒店、旅游交通、餐厅灯服务商对接采购。2021年，公司采购地接服务占总成本的88.61%，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。

表 8 2020 年及 2021 年公司主营业务成本构成情况
(单位: 亿元)

项目	2020 年		2021 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
机票款、火车票	7.53	41.06	0.70	10.92
地接费	9.01	49.16	5.69	88.61
签证费	0.45	2.46	0.00	0.00
酒店餐厅及景点门票	1.24	6.75	0.03	0.47
其他费用	0.10	0.57	0.01	0.00
合计	18.34	100.00	6.41	100.00

资料来源: 公司提供

2021 年, 公司主营业务成本支出合计 6.41 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 88.61% 和 10.92%。公司 2021 年采购成本同比大幅减少 65.05%; 前五大供应商采购额合计 0.46 亿元, 主要为各大航空公司, 占总采购额的 7.10%, 集中度低。2022 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。

公司旅游批发业务下游客户主要为零售代理商, 旅游零售下游客户为消费者。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, 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, 但市场竞争激烈。2021 年, 国内逐步恢复省内游和周边游, 公司陆续推出四川、云南、广西、西藏等国内旅游线路; 推出三峡游及内河游轮项目, 配套沿江重庆一日游、武汉一日游等产品, 实现旅游零售业务收入 1.33 亿元, 同期实现境内旅游批发业

务收入 0.91 亿元。2021 年, 公司境内有合计实现收入 2.24 亿元, 同比增长 33.33%。

2022 年以来, 国内疫情多地复发, 旅游出行需求再次受到冲击。2022 年 1-3 月, 公司实现旅游零售业务及批发业务收入分别为 0.12 亿元和 0.11 亿元, 同比持续下滑。

3. 整合营销服务

整合营销服务业务以子公司众信博睿整合营销资信股份有限公司(以下简称“众信博睿”)为经营实体。业务模式以公关策划活动为核心, 以商务会奖旅游业务为基础, 依托众信旅游在渠道和地接等方面的优势, 为企业、政府、机构等客户提供企业营销咨询、境内外大型项目策划运营、境内外会议执行服务、参展观展、路演发布、奖励旅游、差旅服务、目的地二次开发等多元化的一站式服务。该业务客户群体主要来自于医药、汽车、金融、TMT、快消品等中高端大型企业和机构客户。

项目获取方面, 众信博睿通过公开竞标、供应商大会、政府部门组织的业内合作活动或者客户推荐的方式获得销售订单。确定具体方案后采取向酒店、餐厅、航空公司、车队采购服务或者采取与地接社合作的模式, 为客户提供专业的商旅及会议全套解决方案的整合营销服务, 并获得服务收入。

受疫情影响, 公司整合营销服务业务仅在境内地区开展。2021 年, 众信博睿承接主要会奖活动包括 2021 亚布力论坛第二十一届年会、2021 药品数智发展大会和第八届库布其国际沙漠论坛等项目。2021 年, 公司整合营销服务实现收入 4.25 亿元, 同比增长 46.55%, 成为公司主要收入来源。

4. 经营效率

公司经营效率低。

2021 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 4.19 次、187.65 次和 0.24 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各类渠道合作，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。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 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 2022 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 2021 年底，公司合并范围内子公司共计 36 家，较上年底增加 2 家，减少 2 家；截至 2022 年 3 月底，公司合并范围较 2021 年底无变化。公司财务数据具备可比性。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 25.42 亿元，所有者权益合计 1.19 亿元（含少数股东权益-2.07 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 7.15 亿元，利润总额-6.44 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 23.90 亿元，所有者权益合计 0.96 亿元（含少数股东权益-2.14 亿元）。2022 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.59 亿元，利润总额-0.66 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，受经营规模大幅下降影响，公司资产规模较上年底进一步收缩。其中，应收账款、预付款项等经营性资产累计计提减值规模大，部分对外投资亏损。

截至 2021 年底，公司资产总额为 25.42 亿元，较上年底减少 24.29%，主要系出境游业务停滞造成的经营性流动资产减少所致。截至 2021 年底，公司资产总额中流动资产占 50.96%，非流动资产占 49.04%。

表 9 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	31.52	55.25	18.03	53.70	12.96	50.96	11.77	49.25
货币资金	9.93	31.51	10.53	58.41	7.56	58.38	6.91	58.68
应收账款	6.64	21.06	1.93	10.73	1.48	11.40	1.00	8.52
持有待售的资产	--	--	--	--	2.29	17.69	2.29	19.46
非流动资产	25.54	44.75	15.55	46.30	12.46	49.04	12.13	50.75
其他权益工具投资	8.20	32.10	6.10	39.26	4.36	34.98	4.20	34.60
在建工程	1.40	5.49	1.55	9.99	1.41	11.33	1.37	11.28
递延所得税资产	0.57	2.24	2.23	14.38	3.20	25.67	3.20	26.38
资产总额	57.06	100.00	33.57	100.00	25.42	100.00	23.90	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2021 年底，公司流动资产为 12.96 亿元，较上年底下降 28.14%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和持有待售的资产构成。

截至 2021 年底，公司货币资金为 7.56 亿元，较上年底减少 28.18%。公司货币资金主要由银行存款 7.01 亿元构成；受限资金规模为 0.48 亿元，主要为保证金及航协反担保等受限货币资金。

截至 2021 年底，公司应收账款账面余额合计 2.51 亿元，共计提坏账准备 1.03 亿元，其中单项计提的余额 0.38 亿元已全额计提，其余按账龄计提的余额中 1 年以上的 0.79 亿元计提比例为 78.46%；应收账款账面价值 1.48 亿元，以 3 个月内的款项为主。截至 2021 年底，公司应收账款前五名余额合计 0.62 亿元，占总额的 24.70%。

截至 2021 年底，公司预付款项为 0.51 亿元，较上年底下降 71.77%，主要系业务量下降后机票及地接等预付款减少所致。

截至 2021 年底，公司其他应收款账面余额合计 2.08 亿元，较上年底减少 13.69%，主要由各类业务押金、机票预付款及备用金构成。当年，公司累计计提其他应收款坏账准备 1.07 亿元，截至 2021 年底，公司其他应收款账面价值 1.01 亿元。

截至 2021 年底，公司新增持有待售资产 2.29 亿元，为公司拟向文昌宝宇转让的中企信商业保理、中企信融资租赁和广州优贷三家子公司股权。

截至 2021 年底，公司非流动资产合计 12.46 亿元，较上年底减少 19.82%。主要由其他权益工具投资（占 34.98%）、在建工程（占 11.33%）和递延所得税资产（占 25.67%）构成。

截至 2021 年底，公司其他权益工具投资为 4.36 亿元，较上年底减少 28.55%。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）3.59 亿元。受疫情影响，公司投资标的企业运营情况不佳，未实现资本利得，截至 2021 年底，

公司其他权益工具投资累计损失 2.78 亿元。

截至 2021 年底，公司长期股权投资合计 0.99 亿元，较上年底大幅增长 97.28%，主要系当年新增对杭州阿信 0.68 亿元的投资所致。公司联营企业在疫情影响下运营情况不佳，公司 2021 年权益法下确认投资损失 0.17 亿元。

截至 2021 年底，公司在建工程为 1.41 亿元，较上年底减少 9.07%，主要在建项目为瑞士滑雪场公寓项目，截至 2021 年底工程进度为 66.95%。

截至 2021 年底，公司递延所得税资产合计 3.20 亿元，较上年底增长 43.20%，主要由可抵扣亏损（2.73 亿元）构成。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额为 23.90 亿元，较 2021 年底下降 5.96%；资产结构中流动资产占 49.25%，非流动资产占 50.70%，资产结构及科目较 2021 年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产规模合计 0.77 亿元，占当期资产总额的 3.22%，受限比例低。公司受限资产主要为受限货币资金 0.48 亿元和受限固定资产 0.29 亿元。

3. 资本结构

受持续亏损影响，跟踪期内公司所有者权益大幅减少，权益稳定性很弱。公司有息债务规模略有下降，短期债务占比高，整体债务负担很重。

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益为 1.19 亿元，较上年底大幅下降 83.15%，主要系公司持续亏损所致。其中，归属于母公司权益合计 3.27 亿元。截至 2021 年底，公司归属于母公司权益主要构成为实收资本（占 277.41%）、资本公积（占 216.45%）、其他综合收益（占 -85.01%）和未分配利润（占 -325.28%）；受部分控股子公司资不抵债影响，截至 2021 年底，公司少数股东权益 -2.07 亿元。公司权益结构稳定性很弱。

截至 2022 年 3 月底，受公司持续亏损影响，公司所有者权益较 2021 年底下降 19.68%

至 0.96 亿元。

(2) 负债

截至 2021 年底，公司负债总额为 24.23 亿元，较上年底减少 8.56%。截至 2021 年底，公司负债总额中流动负债占 80.69%，非流动负债占 19.31%，公司负债以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债为 19.55 亿元，较上年底减少 12.17%，主要由短期借款（占 29.38%）、应付账款（占 21.30%）和其他应付款（占 36.30%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款为 5.74 亿元，较上年底减少 35.26%。公司短期借款主要由保证借款（4.04 亿元）和信用借款（1.32 亿元）构成。

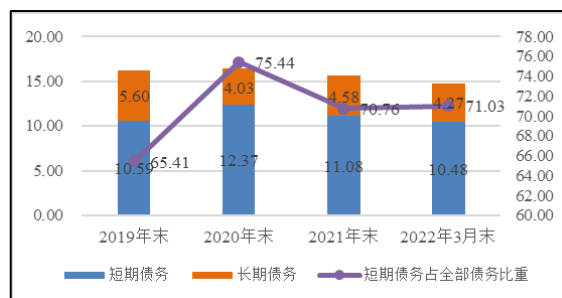
截至 2021 年底，公司应付账款为 4.16 亿元，较上年底减少 31.61%。按账龄分析，公司一年以内的应付账款占总额的 42.07%，1~2 年的应付账款占 41.25%，整体账龄较长。

截至 2021 年底，公司其他应付款为 7.10 亿元，较上年底增长 54.23%，主要由股东个人借款及利息 4.80 亿元和暂收股权转让款 1.30 亿元构成。

截至 2021 年底，公司非流动负债为 4.68 亿元，较上年底增长 10.38%，主要系公司新增 0.41 亿元房产租赁负债所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 86.82%）构成。截至 2021 年底，公司应付债券余额为 4.06 亿元，为公司于 2017 年发行的可转债“众信转债”，2021 年公司计提溢折价摊销-0.23 亿元。

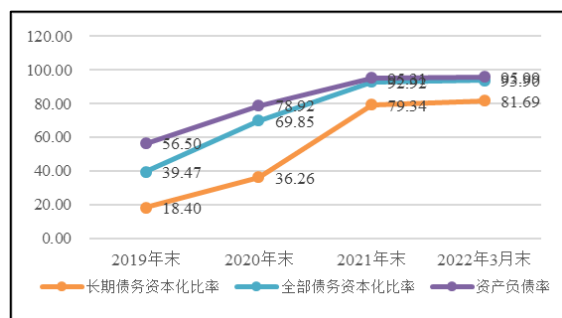
截至 2022 年 3 月底，公司负债总额合计 22.95 亿元，较 2021 年底减少 5.29%。其中，流动负债较 2021 年底下降 4.92% 至 18.59 亿元，主要系公司偿付部分短期借款及其他应付账款所致。非流动负债较上年底减少 6.84% 至 4.36 亿元，主要系公司减少租赁负债所致。

图 1 公司债务规模及短期债务占比



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

图 2 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务合计 15.66 亿元，较上年底变动不大。其中，短期债务合计 11.08 亿元，占 70.76%；长期债务合计 4.58 亿元，占 29.24%，债务结构以短期债务为主。债务指标方面，截至 2021 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 95.31%、92.92% 和 79.34%。

截至 2022 年 3 月底，公司有息债务规模持续下降至 14.76 亿元，较 2021 年底下降 5.75%，债务结构仍以短期债务为主，合计 10.48 亿元，占全部债务的 71.03%。债务指标方面，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底上升至 95.99%、93.90% 和 81.69%。

4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入同比持续大幅下降，期间费用对利润侵蚀明显，利润总额同比减亏。公司盈利能力非常弱。

2021年，公司营业收入规模同比减少55.10%至7.15亿元。同期，营业成本同比大幅减少56.19%至6.43亿元；营业利润率为9.71%，同比有所回升。

2021年，公司期间费用为5.18亿元，同比减少24.40%，降幅低于同期营业收入降幅。其中，销售费用同比下降33.16%至3.16亿元，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减少。2021年，公司期间费用率为72.49%，期间费用对利润侵蚀明显。

2021年，公司资产减值损失合计0.42亿元，减值规模同比有所收窄。同期，公司信用减值损失合计1.42亿元，主要由发放贷款及垫款坏账损失（0.96亿元）和其他应收款坏账损失（0.38亿元）构成。

2021年，公司利润总额亏损6.44亿元，同比亏损规模有所减少，2020年及2021年公司利润总额累计亏损24.85亿元。从盈利指标来看，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-27.35%和-448.26%。

2022年一季度，公司出境游业务仍未恢复，实现收入0.59亿元，同比减少37.64%，利润总额亏损0.66亿元，亏损规模同比有所减少。

5. 现金流

跟踪期内，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，公司经营现金流流转为净流出，筹资活动现金流持续净流出，公司资金压力有所加大。

经营活动方面，2021年公司经营活动现金流入及流出规模均同比下滑，分别为10.75亿元和13.33亿元，分别同比下滑48.12%和29.69%。2021年，公司经营活动现金净流量为-2.57亿元，经营活动现金流流转为净流出。同期，公司现金收入比为127.08%。

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入和流出规模分别为3.50亿元和1.38亿元，分别同比增长111.78%和减少40.12%。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。2021年，公司投资活动产生的现金流量净额为2.13亿元。

筹资活动方面，2021年，公司筹资活动现金流入量同比减少51.22%至7.69亿元，主要为取得借款收到的现金。同期，筹资活动现金流出量为10.45亿元，同比减少35.25%。公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.76亿元。

2022年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.12亿元，投资活动现金净流量为0.17亿元。由于公司偿付短期借款，当期筹资活动现金净流出0.70亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司偿债指标表现弱。考虑在当前行业环境下，公司经营获现能力受限，再融资渠道亟待拓宽，公司面临的短期偿债压力大。

表10 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	121.94	81.00	66.27
	速动比率（%）	121.68	80.79	66.16
	经营现金/流动负债（%）	6.50	7.96	-13.17
	经营现金/短期债务（倍）	0.16	0.14	-0.23
	现金类资产/短期债务（倍）	0.94	0.85	0.68
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	2.63	-16.99	-4.76
	全部债务/EBITDA（倍）	6.14	-0.97	-3.29
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.11	-0.16
	EBITDA/利息支出（倍）	3.02	-19.11	-6.45
	经营现金/利息支出（倍）	1.93	1.99	-3.49

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率和速动比率分别为66.27%和66.16%，均较上年底下滑明显。同期，公司现金短期债务比下滑至0.68倍。

从长期偿债能力指标看，2021年，由于公司持续亏损，EBITDA为-4.76亿元，无法对利息和全部债务形成保障。

截至2022年3月底，公司合并获得各家商业银行授信额度总量为5.24亿元，较上年同期减

少10.71亿元。公司银行授信已全部使用完毕；同期，公司本部获得各家商业银行授信额度总量为5.06亿元，已全部使用完毕。公司为国内A股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2022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，为主要融资主体。截至2021年底，本部资产规模及结构变动不大，资产流动性较弱，短期偿债压力大。

截至2021年底，公司本部资产总额为33.92亿元，较上年底变动不大，其中流动资产17.30亿元，非流动资产16.62亿元；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11.72亿元，占总额的67.75%。公司本部货币资金为3.67亿元；非流动资产以长期股权投资13.35亿元为主。

截至2021年底，公司本部负债合计18.08亿元，其中流动负债13.51亿元，非流动负债4.57亿元；流动负债以短期借款（5.16亿元）和其他应付款（7.68亿元）为主；非流动负债主要为应付债券4.06亿元。截至2021年底，公司本部有息债务合计14.72亿元，较上年底变动不大。短期债务占69.61%，长期债务占30.39%。同期，本部资产负债率为53.30%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为22.02%和48.17%，本部债务负担重。

截至2021年底，公司本部所有者权益合计15.84亿元，其中实收资本9.06亿元，资本公积9.57亿元，未分配利润-3.08亿元。

2021年，公司本部实现营业收入0.62亿元；当期利润总额-1.66亿元。

2021年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-0.43亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.39亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.85亿元。

十一、外部支持

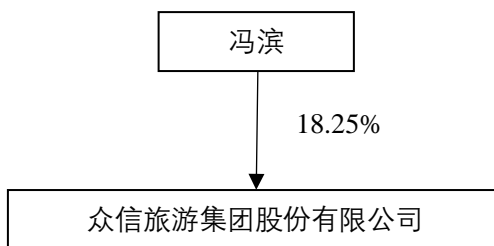
实际控制人减持股权，股权转让款以股东借款形式注入公司。

2020年12月及2021年12月，实际控制人冯滨及股东郭洪斌向阿里网络出售合计11.06%的公司股权，交易对价分别为3.85亿元和2.42亿元。上述股权转让款扣除税金和费用及冯滨先生股票融资借款后全额向公司提供股东借款，以支持公司业务发展。截至2021年底，计入其他应付款的股东借款余额4.80亿元。

十二、结论

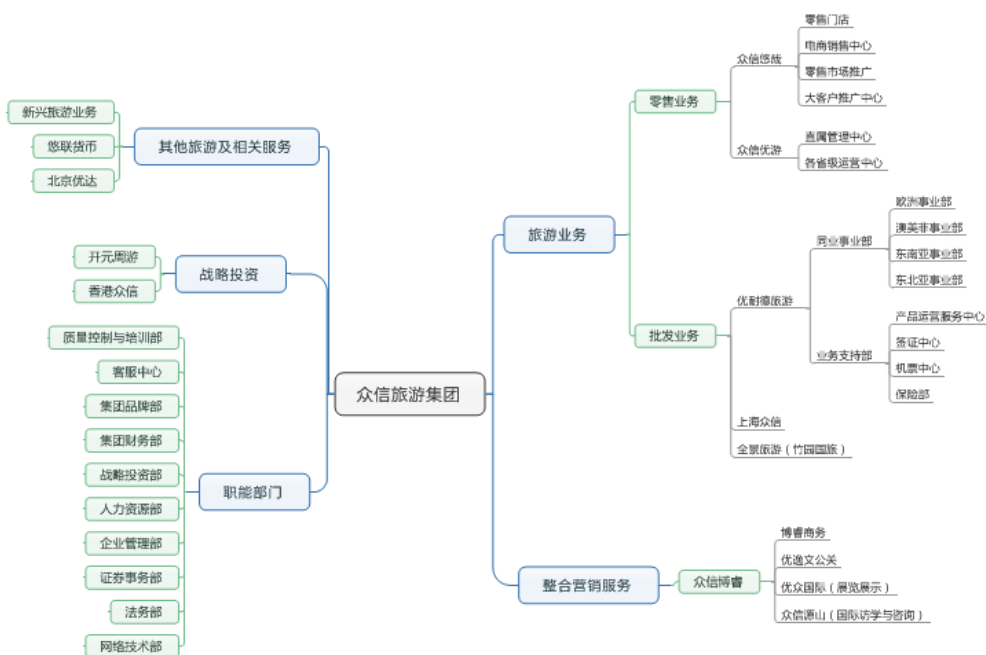
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由A下调为BBB，将“众信转债”的信用等级由A下调为BBB，评级展望为负面。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.93	10.53	7.58	6.93
资产总额(亿元)	57.06	33.57	25.42	23.90
所有者权益(亿元)	24.82	7.08	1.19	0.96
短期债务(亿元)	10.59	12.37	11.08	10.48
长期债务(亿元)	5.60	4.03	4.58	4.27
全部债务(亿元)	16.19	16.40	15.66	14.76
营业收入(亿元)	126.77	15.92	7.15	0.59
利润总额(亿元)	1.16	-18.41	-6.44	-0.66
EBITDA(亿元)	2.63	-16.99	-4.76	--
经营性净现金流(亿元)	1.68	1.77	-2.57	-0.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.03	3.71	4.19	--
存货周转次数(次)	2433.21	320.06	187.65	--
总资产周转次数(次)	2.30	0.35	0.24	--
现金收入比(%)	101.16	119.73	127.08	174.64
营业利润率(%)	10.10	-15.31	9.71	14.74
总资本收益率(%)	4.01	-66.70	-27.35	--
净资产收益率(%)	3.12	-233.78	-448.26	--
长期债务资本化比率(%)	18.40	36.26	79.34	81.69
全部债务资本化比率(%)	39.47	69.85	92.92	93.90
资产负债率(%)	56.50	78.92	95.31	95.99
流动比率(%)	121.94	81.00	66.27	63.33
速动比率(%)	121.68	80.79	66.16	63.19
经营现金流动负债比(%)	6.50	7.96	-13.17	--
现金短期债务比(倍)	0.94	0.85	0.68	0.66
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	-19.11	-6.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	-0.97	-3.29	--

注：2022 年一季度财务报表未经审计；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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.55	5.20	3.69
资产总额(亿元)	41.00	34.14	33.92
所有者权益(亿元)	22.26	16.95	15.84
短期债务(亿元)	7.50	9.91	10.25
长期债务(亿元)	5.52	3.83	4.47
全部债务(亿元)	13.02	13.75	14.72
营业收入(亿元)	16.56	2.28	0.62
利润总额(亿元)	-0.29	-6.26	-1.66
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.32	-0.57	-0.43
财务指标			
销售债权周转次数(次)	52.44	17.11	10.50
存货周转次数(次)	654.99	80.39	32.85
总资产周转次数(次)	0.42	0.06	0.02
现金收入比(%)	102.84	62.43	35.48
营业利润率(%)	17.99	17.00	36.80
总资本收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	-0.95	-35.98	-6.90
长期债务资本化比率(%)	19.88	18.45	22.02
全部债务资本化比率(%)	36.90	44.79	48.17
资产负债率(%)	45.72	50.37	53.30
流动比率(%)	155.21	142.64	128.12
速动比率(%)	154.98	142.50	128.08
经营现金流动负债比(%)	2.53	-4.34	-3.17
现金短期债务比(倍)	0.61	0.52	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：公司未披露 2022 年一季度母公司财务报表，其他应付款中有息债务已调至短期债务
 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 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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持