证券研究报告

TMT

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

审慎增持 （维持）

目标价：3.66 美元

现价：3.01 美元

TOUR.O 途牛 中概股

打包游重回双位数增长 Non-GAAP 如预期盈利

2019 年 11 月 20 日

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(千元)	2,240,149	2,277,770	2,335,168	2,506,840
同比增长	2.2%	1.7%	2.5%	7.4%
NonGAAP 归普通股东净利润(千元)	33,896	-292,407	-91,546	52,253
同比增长	N.A.	N.A.	-68.7%	N.A.
毛利率	52.5%	46.8%	50.7%	53.0%
NonGAAP 净利润率	1.0%	-12.7%	-4.0%	2.1%
净资产收益率	-5.8%	-16.4%	-8.5%	-3.4%
NonGAAP Per ADS（元）	0.27	-2.37	-0.74	0.42
每股经营现金流(元)	-7.65	-0.61	-2.08	0.03

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2019-11-19
收盘价（美元）	3.01
1 份 ADS 等于股数	3
总股本（亿股）	3.69
流通股本（亿股）	3.52
总市值（亿美元）	3.70
流通市值（亿美元）	3.53
净资产（亿元）	30.76
总资产（亿元）	71
Per ADS 净资产(元)	8.34

数据来源：Wind

相关报告

途牛(TOUR.O)_深度报告老牛扬鞭自奋 蹄，减亏转盈渐清晰_20181015

途牛(TOUR.O)_ 收入维持下滑，亏损扩大，下半年或将好转_20190528

途牛(TOUR.O)_ 亏损扩大，未来重点发展 S2B2C_20190830

海外 TMT 研究

分析师：

张忆东

SFC：BIS749

SAC：S0190510110012

联系人：

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC：S0190118090169

投资要点

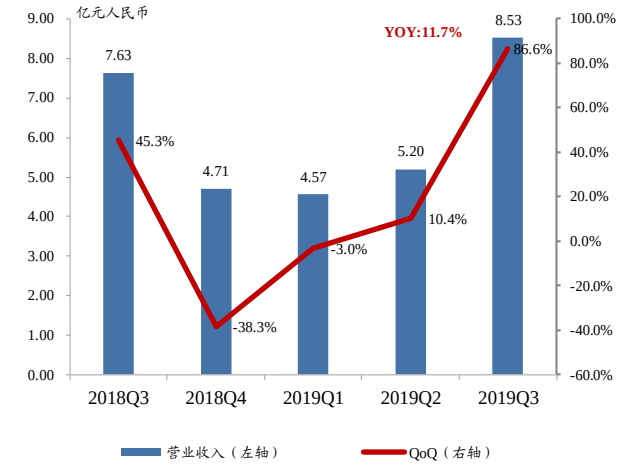
- **打包游在旺季超预期。**2019Q3 途牛净营收 8.53 亿，同比上升 11.7%，高于我们预期 7.8%，超出公司 High-end Guidance 近 7%。其中打包游产品收入 7.47 亿元，同比上升 18.1%，其他收入为 1.05 亿元，同比下降 19.2%，。公司毛利润 3.8 亿元，同比下降 2.8%，毛利率为 44.6%，与 2Q 基本持平。Non-GAAP 经营亏损为 520 万元,Non-GAAP 归属普通股东净利润为 3,820 万元，如预期转正。但由于行业逆境，我们预计 4Q 净收入同比下滑 4.9%。
- **因高毛利海岛游+金融保险等其他业务的下滑，毛利率同比下滑，但因费用优化明显 Non-GAAP 经营利润率略超预期。**公司 2019Q3，毛利率 44.6%，较去年同期有所下滑（3Q18:51.3%）。此外公司在自动化水平的提高致产品开发效率中有所提升，研发费率 7.5 %（3Q18:10.3%）。三费总费率环比下滑 33 pcts，公司 Non-GAAP 经营亏损率为 0.61%（3Q18:6.7%），Non-GAAP 归属普通股东净利润率 4.58%，超过我们预期约 4%。
- **明年重点：1）发展 S2B2C；2）拓展合作门店。**今年以来，途牛凭借自身产业资源优势，开始大力发展 S2B2C 模式；此外，公司已完成全国最大直营门店的网络建设，3Q19，门店已贡献公司 20%+的交易额，预计到明年下半年线下门店将贡献约 30%的交易额。明年将在重点拓展几百家合作门店，形式以加盟为主，回本周期较短。
- **投资建议：**由于宏观经济影响，在线旅游行业增速下滑，此外 19 年公司也在将继续开展线下门店，以及推广自营产品。因此，我们通过 DCF 模型对股价进行重估，调整公司 19/20 年收入调整至 22.8/23.4 至亿元，调整目标价至 3.66 美元（原:3.9 美元），维持“审慎增持”评级。

风险提示：1）中国经济波动影响行业景气度；2）行业政策风险；3）自然灾害、政治等突发事件风险；4）在线旅游服务行业竞争激烈。

报告正文

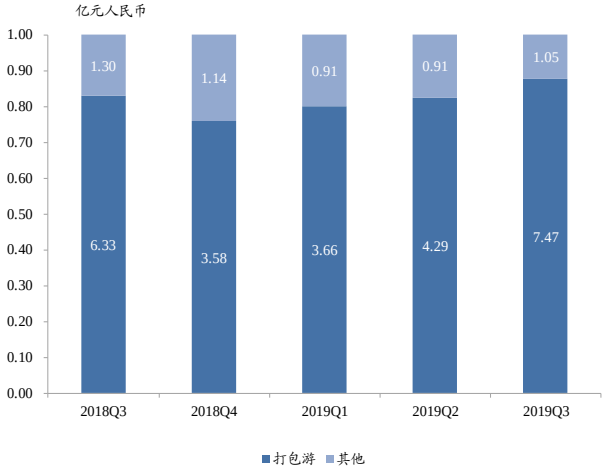
途牛（TOUR.O）于北京时间 11 月 19 日晚公布 2019 年三季度业绩: 2019Q3 途牛净营收 8.53 亿，同比上升 11.7%，高于我们预期 7.8%，超出公司 high-end Guidance 近 7%。其中打包游产品收入 7.47 亿元，同比上升 18.1%，占总收入的 87.6%，较 Q2 的 82.5%有所提高。其他收入为 1.05 亿元，同比下降 19.2%，该业务占总收入 12.4%。公司毛利润 3.8 亿元，同比下降 2.8%，毛利率为 44.6%，与上个季度基本持平。Non-GAAP 经营亏损为 520 万元，Non-GAAP 归属普通股东净利润为 3,820 万元，如预期转正。我们预计 4Q 净收入同比下滑 4.9%。

图1、公司季度营收及增速



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

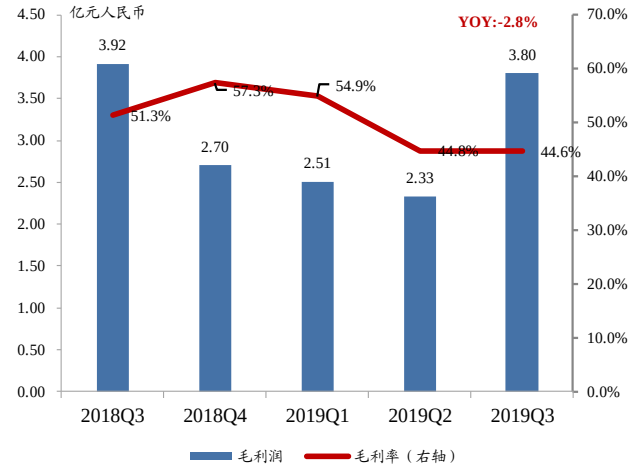
图2、公司季度收入结构



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

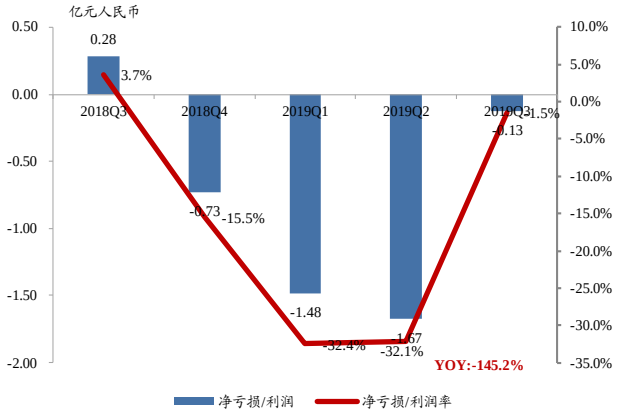
因高毛利的海岛游+金融保险等其他业务的下滑，毛利率同比下滑，但环比基本持平。公司 2019Q3，毛利率 44.6%，较去年同期有所下滑（2018Q3:51.3%），主要由于高毛利的海岛游以及金融保险等其他业务的下滑导致。

图3、公司毛利润及毛利率



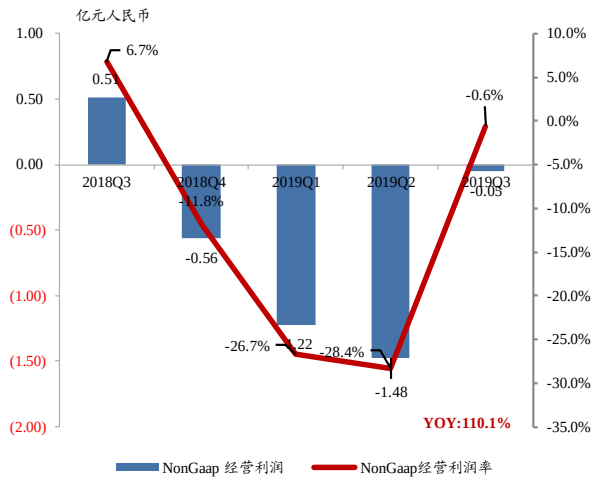
资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司经营利润及经营利润率



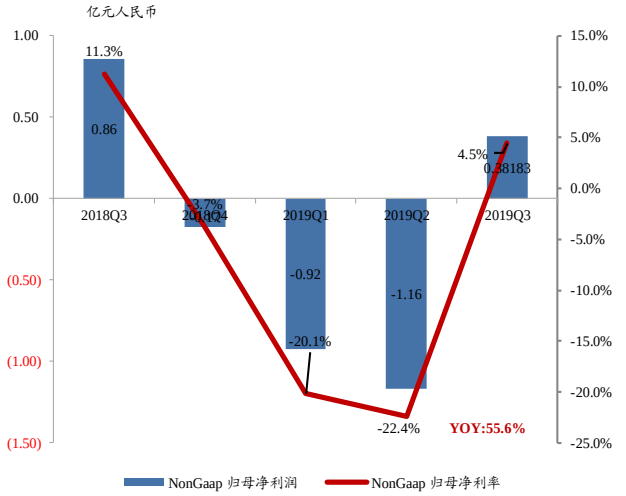
资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司 NonGAAP 经营利润及经营利润率



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

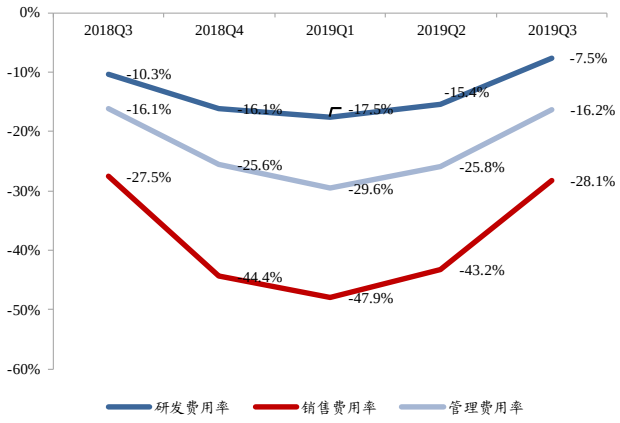
图6、公司 NonGAAP 归属普通股东净利润及归属普通股东净利润率



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

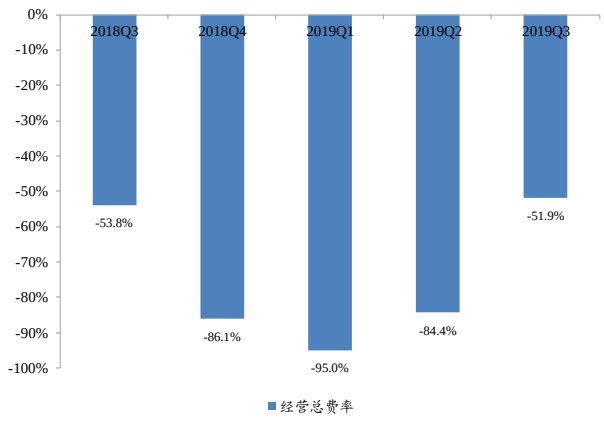
费用优化明显，总费率环比大幅下滑至 Non-GAAP 归属普通股东净利率超预期。2019Q3，3Q19，公司在研究和应用自动化水平的提高致产品开发效率中有所提升，研究与产品开发人员的优化，研究与开发费用同比减少 17.8%至 6430 万元，公司研发费率 7.5 %；销售费用率也因效率提升降低至 28.1%，同比基本维持，环比下滑 15 个百分点。总体三费环比下滑 33 个百分点，公司 Non-GAAP 经营亏损率为 0.61%（2018Q3:6.7%），Non-GAAP 归属普通股东净利润率 4.58%，超过我们预期约 4%。

图7、三费分析



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、经营费用水平



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

业务开展情况:

- **发展 S2B2C 为 2020 年重点。**今年以来，途牛凭借自身产业资源优势，开始大力发展 S2b2c 模式，通过这样一个创新的协同网络，途牛将整合优质供货，

赋能于渠道商，并共同深度服务于消费者。今年针对 S2B2C，公司将采取 3 个主要销售模式：1）通过笛风分销，途牛分销到小 B，然后小 B 分销到 C 端；2）通过社群营销，店主开店，通过小 B 大 C 卖到其他 C 端用户；3）拓张线下加盟门店，渗透到低线级城市。

- **已完成全国最大直营门店的网络建设，明年重点拓展合作门店**。3Q19，门店已贡献公司 20+%的交易额，预计到明年下半年线下门店将贡献约 30%的交易额。此外，对于直营门店，公司更加聚焦提升单个门店的运营效率，本季度，去年开设的大部分门店已实现盈亏平衡；此外，公司四季度将在低线城市拓展 150 家合作门店，明年将在重点拓展几百家合作门店，形式以加盟为主，回本周期较短。

投资建议：微调公司的目标价至 3.66 美元，维持“审慎增持”评级。

由于宏观经济影响，在线旅游行业增速下滑，此外 19 年公司也在将继续开展线下门店，以及推广自营产品。因此，我们通过 DCF 模型对股价进行重估，调整公司 19/20 年收入调整至 22.8/23.4 至亿元，调整目标价至 3.66 美元（原:3.9 美元），维持“审慎增持”评级。

表1、公司季度数据

¥1,000	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4E	2020Q1E	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E
总营业收入	456,857	520,330	852,517	448,066	457,480	533,265	877,547	466,875
yoy	-4.9%	-0.9%	11.7%	-4.9%	0.1%	2.5%	2.9%	4.2%
经营利润	-180,527	-199,243	-56,856	-196,766	-166,470	-141,697	5,947	-99,047
净利润	-148,176	-167,154	-12,621	-159,931	-125,479	-103,220	51,883	-60,370
归普通股东净利润	-150,602	-167,988	-13,472	-159,099	-124,826	-102,683	51,613	-60,056
Non-GAAP 经营利润								
Non-GAAP 净利润	-121,987	-147,682	-5,201	-154,075	-131,407	-104,739	45,368	-66,084
Non-GAAP 归普通股东净利润	-89,636	-115,593	39,034	-117,240	-90,416	-66,262	91,305	-27,407

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

风险提示

1）中国经济波动影响行业景气度;
2）行业政策风险;
3）自然灾害、政治等突发事件风险;
4）在线旅游服务行业竞争激烈;
5）费用率上升风险。

附表

资产负债表 单位:千元

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产	**4,407,888**	**4,542,473**	**4,476,090**	**4,728,247**
货币资金	560,356	-120,573	-433,511	-486,869
限制性现金	270,670	270,670	270,670	270,670
短期投资	859,211	1,459,211	1,409,211	1,359,211
应收账款	347,547	312,023	319,886	343,403
关联方应收款项	696,520	696,520	696,520	696,520
其他流动资产	1,673,584	1,924,622	2,213,315	2,545,312
非流动资产	**2,048,199**	**1,934,070**	**1,856,220**	**1,779,478**
长期投资	1,302,506	1,302,506	1,302,506	1,302,506
物业及设备	187,360	201,152	210,806	217,564
无形资产	317,885	189,964	102,460	18,960
商誉	159,409	159,409	159,409	159,409
长期结构性金融产品	0	0	0	0
其他非流动负债	81,039	81,039	81,039	81,039
资产总计	**6,456,087**	**6,476,543**	**6,332,311**	**6,507,726**
流动负债	**3,102,655**	**3,346,324**	**3,389,376**	**3,603,015**
应付账款	1,305,610	1,494,031	1,419,715	1,452,195
客户预付款	1,058,946	1,060,879	1,119,601	1,236,250
其他流动负债	738,099	791,413	850,059	914,570
非流动负债	**40,416**	**140,416**	**140,416**	**140,416**
递延所得税负债	40,416	40,416	40,416	40,416
其他非流动负债	0	100,000	100,000	100,000
负债合计	**3,143,071**	**3,486,740**	**3,529,792**	**3,743,431**
本公司权益持有人应占权益	3,350,363	2,926,129	2,740,079	2,702,331
股本	249	249	249	249
资本公积	9,061,979	9,061,979	9,061,979	9,061,979
累积亏损	-5,691,409	-6,179,476	-6,415,429	-6,506,635
其他所有者权益项	-20,456	43,377	93,279	146,739
少数股东权益	63,489	63,674	62,440	61,964
总权益	**3,413,852**	**2,989,803**	**2,802,519**	**2,764,295**
负债及权益合计	**6,556,923**	**6,476,543**	**6,332,311**	**6,507,726**

现金流量表

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
税前利润	-199,371	-487,882	-237,186	-91,683
折旧和摊销	219,995	221,129	184,850	183,242
营运资金的变动	-1,053,457	128,155	-253,504	-141,875
其他	88,012	63,833	49,902	53,459
经营活动现金流	**-944,821**	**-74,765**	**-255,939**	**3,143**
投资活动现金流	**1,170,619**	**-606,164**	**-57,000**	**-56,500**
融资活动现金流	**-149,543**	**0**	**0**	**0**
现金净变动	76,255	-680,929	-312,939	-53,357
现金的期初余额	484,101	560,356	-120,573	-433,511
现金的期末余额	560,356	-120,573	-433,511	-486,869

利润表 单位:千元

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,240,149**	**2,277,770**	**2,335,168**	**2,506,840**
营业成本	1,065,022	1,211,825	1,151,547	1,177,892
毛利	1,175,127	1,065,945	1,183,621	1,328,948
其他运营收入	56,599	30,939	34,033	39,138
利息收入	152,929	154,931	163,064	171,218
研发费用	-315,222	-289,493	-273,513	-280,068
销售费用	-778,126	-893,966	-852,197	-831,324
行政费用	-487,372	-546,818	-493,211	-521,249
经营利润	-348,994	-633,392	-401,268	-264,556
NonGaap经营利润	-127,164	-434,638	-256,862	-121,097
税前盈利	-199,218	-489,843	-238,203	-93,338
所得税	-153	0	1,017	1,655
净利润	-199,371	-489,843	-237,186	-91,683
NonGaap净利润	22,459	-289,128	-92,780	51,776
少数股东损益	-13,859	185	-1,234	-477
归母净利润	-185,512	-488,067	-235,952	-91,207
归普通股东净利润	-187,934	-491,161	-235,952	-91,207
NonGAAP归普通股东	33,896	-292,407	-91,546	52,253
Per ADS(元)	-1.48	-3.99	-1.92	-0.74

主要财务比率

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	2.2%	1.7%	2.5%	7.4%
毛利润增长率	0.6%	-9.3%	11.0%	12.3%
净利润增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
NonGAAP净利润增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
NonGAAP归普通股东净利润增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
归母净利润增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
盈利能力(%)				
毛利率	52.5%	46.8%	50.7%	53.0%
净利率	-8.9%	-21.4%	-10.2%	-3.7%
NonGAAP净利率	1.0%	-12.7%	-4.0%	2.1%
NonGAAP归普通股东净利率	1.5%	-12.8%	-3.9%	2.1%
ROE	-5.8%	-16.4%	-8.5%	-3.4%
ROA	-3.0%	-7.6%	-3.8%	-1.4%
偿债能力				
净资产负债率	92.1%	116.6%	126.0%	135.4%
资产负债率	47.9%	53.8%	55.7%	57.5%
流动比率	1.42	1.36	1.32	1.31
营运能力				
资产周转率	0.34	0.35	0.37	0.39
应收帐款周转率	6.45	7.30	7.30	7.30
每ADS资料(元)				
每ADS收益	-1.48	-3.99	-1.92	-0.74
NonGAAP每ADS收益	0.27	-2.37	-0.74	0.42
估值比率(倍)				
PS	1.2	1.1	1.1	1.1
PB	2.1	2.2	2.6	2.7

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚普(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。