

## TOUR.US 途牛

2015 年度业绩点评：OTA 行业竞争激烈，毛利率明显下滑

2016 年 03 月 1 日

## 市场数据

报告日期	2016.3.1
收盘价(美元)	12.55
总股本(亿 ADS)	0.953
总市值(亿美元)	10.07
净资产(亿美元)	5.15
总资产(亿美元)	11.09
每 ADS 净资产(美元)	5.40

数据来源：Wind

## 相关报告

## 海外 TMT 行业研究

分析师：杨耀波  
yangyaobo@xyzq.com.cn  
SFC:BEJ406  
SAC: S0190516020002

## 主要财务指标

会计年度	2012	2013	2014	2015
营业收入(千元)	1,112,881	1,949,687	3,534,939	7,645,260
同比增长(%)	45.4%	75.2%	81.3%	116.3%
净利润(千元)	-107,190	-139,060	-463,464	-1,459,379
同比增长(%)	-12.8%	29.7%	233.3%	214.9%
毛利率(%)	3.5%	6.2%	6.4%	4.8%
净利润率(%)	-9.6%	-7.1%	-13.1%	-19.1%
净资产收益率(%)	-	-	-94.2%	-61.7%
每 ADS 利润(元)		-16.15	-13.15	-17.63

数据来源：公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **事件：**参加途牛截止至 2015 年 12 月 31 日 2015 财年年度业绩会议。
- **2015 年度业绩概要：**2015 年净收入为 76 亿元，同比增长 116.3%；毛利率为 4.8%，去年为 6.4%；净亏损为 14.6 亿元，去年净亏损为 4.5 亿元。2015 年跟团游（不包括跟团周边游）的出游人次为 1,632,955，同比增长 129.4%。跟团周边游的出游人次为 1,701,821，同比增长 58.4%。
- **我们的观点：**公司继续受益于中国出境游的高速增长，并且凭借着其品牌优势在增速方面高于市场，市场份额进一步扩大，但是由于 OTA 行业在 2015 年竞争较为激烈，公司毛利率明显下滑，外加恐怖事件的影响，短期业绩收到拖累。我们认为出境游需求的增长趋势在未来几年内都会持续，途牛将会持续收益，同时公司上下游的整合效果明显，后续表现值得关注。
- **风险提示：**1) 中国经济情况可能影响中国旅游业的的增长；2) 外汇管制或者会限制出境游；3) 线下扩张所产生的资本开支可能超出预期，以及最终效果或者不及预期。

## 报告正文

- **我们的观点：**公司继续受益于中国出境游的高速增长，并且凭借着其品牌优势在增速方面高于市场，市场份额进一步扩大，但是由于 OTA 行业在 2015 年竞争较为激烈，公司毛利率明显下滑，外加恐怖事件的影响，短期业绩收到拖累。我们认为出境游需求的增长趋势在未来几年内都会持续，途牛将会持续收益，同时公司上下游的整合效果明显，后续表现值得关注。
- **2015 年度业绩概要：**2015 年净收入为 76 亿元，同比增长 116.3%；毛利率为 4.8%，去年为 6.4%；净亏损为 14.6 亿元，去年净亏损为 4.5 亿元。2015 年跟团游（不包括跟团周边游）的出游人次为 1,632,955，同比增长 129.4%。跟团周边游的出游人次为 1,701,821，同比增长 58.4%。
- **2015Q4 业绩概要：**2015 年第四季度净收入为 19 亿元人民币，同比增长 104.1%；毛利率为 4.2%，去年同期为 6.6%；净亏损为 5.495 亿元，去年同期净亏损为 1.68 亿元。Q4 跟团游（不包括跟团周边游）的出游人次为 429,182，同比增长 122.9%。跟团周边游的出游人次为 362,182，同比增长 44.8%。
- **行业竞争激烈，全年毛利率大幅下降：**毛利率从去年的 6.4% 下降至 4.8%，主要是由于上半年行业竞争较为激烈，价格战频发的结果。另外由于恐怖袭击的原因，第四季度欧洲跟团游需求下降，为了去库存公司也做了相应的降价。新增线下服务中心所产生的相应费用也是毛利率下降的原因之一。我们认为目前行业的竞争压力减少，预计毛利率在 2016 年会有所上升。
- **进一步整合上下游产业链，继续推行拓张计划：**减少中间商和全产业链布局是途牛一直倡导的策略。上游资源的直接采购占 Q4 总 GMV 的 30%，我们预计未来会继续上升，对整体毛利率的提升有较大帮助。2015 年线下服务中心增加了 95 个至 170 个，主要是对非一线城市的覆盖，而呈现也逐步体现出来，线下门店 2015 年 GMV 贡献达到 16.3%。目的地服务中心方面，在 2015H2 开始发力，在热门地区设立服务中心，为客户提供更多和更优惠的本地服务。线上 APP 方面，更多的是体现在产品种类的上升和推出第三方开放平台和互联网金融的服务。整体来看，我们认为现在还是投入期，2016 年的资本开支也不会下降，而且公司还定下了全年新增 130 个线下服务中心和新增 15 个目的地服务中心的计划。
- **海航旅游投资完成，加强合作：**航集团的深度合作已经开始。其中，海南航空与公司的合作变得更为紧密，包机、团体票以及个人票方面会有优先权，

能拿到更多的存货。另外在金融方面，途牛可以借助海航集团的牌照开展部分金融服务。

- **未来展望：**2016Q1，净收入为 19.7-20.3 亿元，同比增长 58-63%。
- **风险提示：**1) 中国经济情况可能影响中国旅游业的增长；2) 外汇管制或者会限制出境游；3) 线下扩张所产生的资本开支可能超出预期，以及最终效果或者不及预期。

图表 1：途牛 2015 年度业绩主要财务指标变动情况

	2014	2015	同比	点评
有组织旅游-收入	3,432,825	7,358,879	114.4%	出境游人数高速增长
自助旅游-收入	93,126	194,162	108.5%	出境游以及周边游快速增长
其他业务收入	28,756	127,745	344.2%	保险等金融业务增长
<b>营业收入总额</b>	<b>3,554,707</b>	<b>7,680,786</b>	<b>116.1%</b>	
营业税金及附加	-19,768	-35,526	79.7%	
<b>营业收入</b>	<b>3,534,939</b>	<b>7,645,260</b>	<b>116.3%</b>	
营业成本	-3,308,801	-7,274,675	119.9%	
<b>毛利</b>	<b>226,138</b>	<b>370,584</b>	<b>63.9%</b>	
研发费用	-104,882	-298,199	184.3%	无形资产摊销增加、加大对产品类型的增加、上游直接采购和线下服务中心的信息支持增加、以及技术研发投入的加大
销售费用	-434,191	-1,154,155	165.8%	线下建立品牌的营销费用增加和线上推广费用增加
管理费用	-166,988	-385,442	130.8%	随着公司的扩大，行政管理人员增加
其他收入-经营	6,902	12,175	76.4%	
营业支出	-699,158	-1,825,622	161.1%	
<b>营业利润</b>	<b>-473,020</b>	<b>-1,455,037</b>	<b>207.6%</b>	
利息收入	31,284	76,516	144.6%	
汇兑收益	-5,334	-83,118	1458.3%	
其他收益-非经营	-788	-1,334	69.3%	
除税前溢利	-447,858	-1,462,974	226.7%	
所得税		589		
净利润	-447,858	-1,462,384	226.5%	
少数股东损益		-3,006		
归属普通股股东净利润	-463,464	-1,459,379	214.9%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 业绩会议主要 Q&A

**Q1 公司给予 2016Q1 的指引来看，增速好像有所放缓，特别是环比来看，这主要是什么原因？**

有几方面的原因。首先巴黎事件以及土耳其的恐怖袭击活动对公司的旅游业务是有冲击的。过去数据来看，欧洲地区是公司最大的旅游目的地，而发生众多事件之后报名人数大减，另外 Q1 中的春节假期也是中国游客到欧洲的火热时间段。公司相信过一段时间会慢慢恢复。

过去欧洲占总 GMV 的 14%左右,但是自从袭击事件之后,2016 年初欧洲整体的 GMV 出现了下滑,但在春节之后已经开始复苏,相信这个趋势会保持

中国经济增速放缓,但是休闲旅游行业在中国仍然有很大的空间,增速会保持强劲。

#### **Q2 公司毛利率今天下降比较多,那么 2016 年的情况是怎样?**

2015 全年毛利率是 4.8%。2016 年公司会延续原来的扩张和整合策略,更多产品、更多的服务中心、掌握更多的上游资源以及更多的目的地服务。总的来讲,目前的行业竞争情况并没有 2015 年那么激烈,而且自有上游资源也更多了,所以预计 2016 年的毛利率会有所提升。

#### **Q3 海航旅游集团对公司的投资已经完成,后续会有什么合作?**

跟海航集团的深度合作已经开始。其中,海南航空与公司的合作变得更为紧密,包机、团体票以及个人票方面会有优先权,能拿到更多的存货。另外在金融方面,途牛可以借助海航集团的牌照开展部分金融服务。

#### **Q4 公司的机票以及酒店第三方开放平台与公司自身的产品有什么不同?**

公司的机票以及酒店预订服务跟同行有一定区别。其他 OTA 的酒店和机票预订都是为大众打造的,也就是商务出差为主的而不是休闲为主。公司是专门为休闲为主而打造的平台,酒店和机票都是预付为主。增加第三方开放平台是流量变现的一种方式。

#### **Q5 销售和研发费用的趋势?**

2015 年销售和研发费用增长很快,2016 年也会继续投入,但是从收入的占比来看,会有所好转。

#### **Q6 自助游 ASP 下降的原因是什么?**

首先机票价格下降了。另外就是自驾游和以及自驾周边游的增长较快,所以 ASP 下降了。

#### **Q7 互联网金融方面的进展如何?**

互联网金融的收入在报表的其他收入里面,可以看到同比增长 400%多。在互联网

金融里面，保险业务增长最快，目前增长的趋势还十分明显。因为互联网金融团队是 2015 年建立了，公司预计 2016 年这块业务能做到盈亏平衡。

**Q8 线下服务中心的扩张计划是怎样？资本开支会大幅提升吗？**

目前国内线下服务中心有 170 个，公司的目标是在 2016 年底增加到 300 个。目的地服务中心预计会在热门地区总共新增 15 个。资本开支方面，每个中心大概 50 万元。

**Q9 跟团游和自助游的提成有多少？**

跟团游大概 5%-6% 左右。自助游 6%。Q4 是有一点下滑，这主要就是之前提到欧洲的情况，应是要出来库存，所以有促销和减价。

### 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间  
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;  
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

### 机构销售经理联系方式

<b>机构销售负责人</b>		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
<b>上海地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
<b>北京地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangj@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
<b>深圳地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
朱元踐	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
<b>海外销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
<b>私募及企业客户负责人</b>		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
<b>私募销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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](http://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。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在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咨询独立投资顾问。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。