

在线度假旅游探路者

华泰研究

2023 年 8 月 08 日 | 美国

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(美元):

2.20

研究员

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483

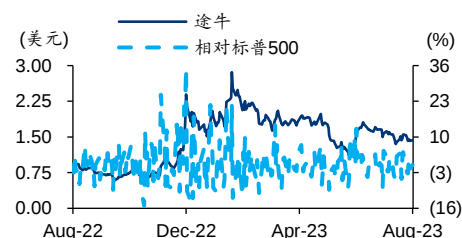
苏燕妮

suyanni@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(美元)	2.20
收盘价(美元 截至 8 月 7 日)	1.43
市值(美元百万)	177.03
6 个月平均日成交额(美元百万)	0.57
52 周价格范围(美元)	0.53-2.90
BVPS(美元)	1.30

股价走势图



资料来源: S&P

途牛: 在线度假旅游探路者

途牛专注于在线度假旅游市场, 以自营模式构建全链路产品服务平台。近年来, 途牛积极整合上下游产业链提升盈利能力, 并通过“短视频种草+直播转化”模式拓宽销售渠道。受疫情影响, 20-22 年途牛的核心业务持续承压。随旅游市场的复苏和出境游逐步放开对途牛核心业务的刺激, 我们预计 2023 年途牛总收入达 3.94 亿元, 核心打包旅游收入 2.79 亿元, 预计 23 年 Non-GAAP 净亏损收窄, 24 年实现 Non-GAAP 盈利, 25 年实现 GAAP 盈利。基于 PS 估值, 参照可比公司 23 年平均 PS 4.82 倍, 我们给予途牛目标价 2.20 美元, 首次覆盖给予“买入”评级。

在线度假旅游: 防控政策优化后迎强劲反弹, 途牛优势独特

在线度假旅游行业疫情前规模持续增长, 疫情后行业迎来强劲复苏, 其中国内游复苏速度较快, 出境游仍处于修复通道。19 年途牛占在线度假旅游市场 28.6% 的份额, 占据龙头地位, 主要系途牛自营模式带来的产品优势和以出境游为核心的业务结构。我们预计随着在线度假旅游行业的复苏和消费者需求的多样化, 度假旅游产品的质量和及服务仍为消费者关注重点, 途牛有望充分发挥优势, 跟随市场复苏节奏, 逐步释放利润空间。

打通在线度假旅游全产业链, 产品及服务构筑竞争壁垒

途牛立足打造在线度假旅游全链路 OTA 服务平台, 持续打通产业链上下游, 上游深入目的地直采, 中游赋能分销商, 下游在国内外 38 个目的地建立直营地接社。用户层面, 途牛通过保证产品质量、提供优质服务提升用户留存。近期途牛积极唤醒原有积累的国内外供应商资源, 招募专业人才, 预计短期内或有望乘度假旅游复苏东风, 实现业绩反弹; 长期受益于出境游的全面复苏及增长, 伴随短视频直播模式带来的增长可能性和全链路产品服务体系盈利能力兑现, 未来或有望实现困境反转。

我们预计公司 23 年亏损收窄, 给予目标价 2.20 美元

我们预测公司 23/24/25 年营业收入为 3.94/5.68/7.97 亿元, 同比增长 114.4%/44.5%/40.1%, GAAP 净利润/亏损为 -0.64/-0.22/0.40 亿元, Non-GAAP 净利润/亏损分别为 -0.40/0.13/0.89 亿元, 预计 24 年实现 Non-GAAP 盈利, 25 年实现 GAAP 盈利。基于 PS 估值, 参照可比公司 23 年平均 PS 4.82 倍, 我们给予途牛目标价 2.20 美元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 市场恢复不及预期、市场竞争加剧风险、出境目的地开放不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	426.35	183.62	393.66	568.70	796.77
+/-%	(5.31)	(56.93)	114.39	44.47	40.10
归属母公司净利润(人民币百万)	(121.52)	(193.38)	(64.11)	(21.52)	40.23
+/-%	(90.71)	59.14	(66.85)	(66.43)	(286.96)
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.94)	(1.49)	(0.49)	(0.17)	0.31
ROE(%)	(9.16)	(16.27)	(5.96)	(2.08)	3.86
PE(倍)	(1.53)	(0.96)	(2.89)	(8.62)	4.61
PB(倍)	0.15	0.17	0.18	0.18	0.17
EV/EBITDA(倍)	(7.52)	(5.87)	(18.77)	(54.50)	33.51

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
与市场不同的观点	3
途牛：在线度假旅游探路者	4
历史沿革：专注在线度假旅游市场	4
股权结构：海航、凯撒分列第一、二大股东	5
财务表现：疫情期间持续承压，23Q1 迎来复苏	5
在线度假旅游：防控政策优化后迎强劲反弹，途牛优势独特	7
市场规模：疫情前保持高速增长	7
竞争格局：疫情前途牛占据龙头	7
商业模式：打通在线度假旅游产业链，产品及服务构筑竞争壁垒	10
持续向上下游拓展，构建全链条产品服务体系提升盈利能力	10
产品力和服务力构筑竞争壁垒	10
未来展望：存在困境反转可能	12
度假旅游市场崭露复苏迹象，途牛蓄势待发	12
数字化转型，途牛探索短视频直播新模式	13
盈利预测与估值	15
风险提示	16

核心观点

我们预计防控政策优化后，在线度假旅游行业将迎来逐步复苏。途牛作为深耕在线度假旅游细分市场的 OTA 平台，有望凭借以自营为主的商业模式在产品组合灵活性、产品品质和服务层面继续占据领先优势，重新抢占市场份额；以出境游为主的业务结构也有助于途牛后续盈利能力的逐步改善，伴随运营效率的持续优化，利润有望进一步释放。

途牛凭借对在线度假旅游行业上下游的持续深耕，实现从上游供应商直采，中游赋能零售商与分销商，下游建立直营地接社服务消费者的全链路度假旅游服务体系，从而提升产业链议价能力；通过打造高端品牌产品、提供高效的旅游顾问服务和优质的售后服务，途牛的用户粘性始终维持在较高水平。

防控政策调整后，在线度假旅游市场迎来复苏，国内游复苏势头较为强劲，出境游仍处于修复通道中，我们预计途牛短期内有望乘在线度假旅游复苏东风，实现业绩反弹；长期受益于出境游的全面复苏及增长，收入弹性可期。针对“短视频+直播”的在线度假旅游新模式，途牛具备四点优势：1) 自营模式为主下产品质量可控 2) 布局垂类直播矩阵助力用户转化 3) 专业团队提升直播间服务品质 4) 积极发展 MCN 机构业务。途牛有望借助新模式实现销售增长和市场份额的提升。

我们预计公司 23/24/25 年营业收入同比增长 114.4%/44.5%/40.1%，同时公司积极提升经营效率，23/24/25 年 Non-GAAP 净利润/亏损为-0.40/0.13/0.89 亿元，预计 24 年实现 Non-GAAP 盈利，25 年实现 GAAP 盈利。基于 PS 估值方法和可比公司估值水平，给予途牛 2.20 美元目标价。

与市场不同的观点

- 1、我们认为，以自营模式为主提供打包旅游产品为途牛提供产品组合灵活性、产品品质和服务层面领先优势，与市场认为旅游线路非标整合难度大、自营模式缺乏竞争力观点有所不同。正是由于打包旅游产品具备非标性、高客单价、消费低频的特点，用户粘性对于 OTA 平台而言极为重要，长期来看，自营模式可以更好地保证产品质量，提升用户体验，增强用户粘性。
- 2、我们认为，通过整合在线度假旅游产业上下游，有助于途牛增强各个环节的议价能力，进一步释放利润空间，与市场认为途牛关注单一度假旅游业务，盈利能力有限的观点有所不同。由于机票酒店预订市场竞争较为激烈，途牛凭借对在线度假旅游细分市场的持续深耕，有望乘旅游行业复苏东风实现业绩快速反弹，伴随短视频直播模式带来的增长可能性和自营模式下长期投资回报逐渐显现，未来有望实现困境反转。

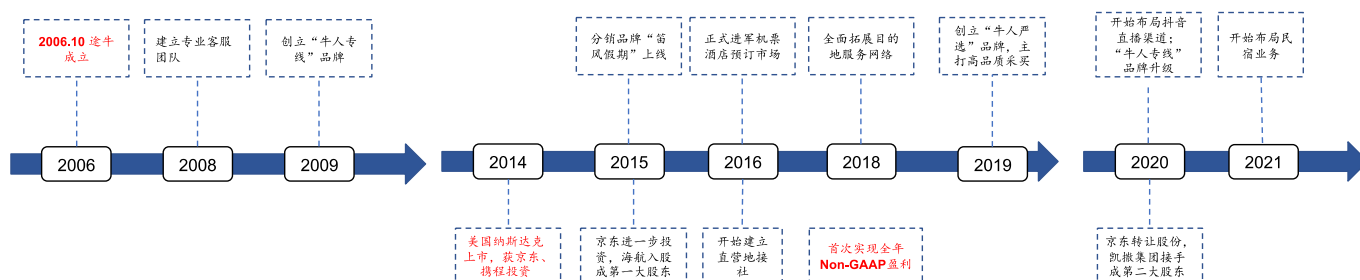
途牛：在线度假旅游探路者

途牛 2006 年于南京成立，是中国在线度假旅游的探路者，主打打包旅游产品，包括出境游、国内长线 and 周边短线在内的跟团及自助、自驾等。2014 年于美国纳斯达克上市。

历史沿革：专注在线度假旅游市场

专注在线度假旅游市场，基于自营模式构建在线度假旅游全链路 OTA 服务平台。途牛于 2006 年成立初期便瞄准在线旅游行业中标准化程度较低的在线度假旅游市场，对上游批发商提供的产品进行筛选、设计，并打包成旅游路线产品，通过自营模式进行线上销售，是国内首家真正意义上的“线上旅行社”。凭借独特的商业模式，途牛迅速成为在线度假旅游细分市场龙头，2014 年于纳斯达克上市。2014 年起，途牛力推“直采”模式，并通过建立直营地接社，实现从资源整合到线下接待的全链路服务体系。除核心跟团游业务外，途牛近年来依托抖音发掘“短视频种草+直播转化”新业态。

图表1：途牛历史沿革



资料来源：公司公告、华泰研究

上市以来股价总体震荡下跌，受益于行业复苏，股价存在修复可能。2014 年 5 月，途牛以中国在线度假概念股身份登陆美国纳斯达克，发行价为 9 美元，上市后股价维持上涨趋势 4 个月。但由于处于规模扩张阶段，在 14Q3 报告净亏损持续扩大后，股价应声下跌。14 年 12 月、15 年 8 月和 15 年 11 月，途牛三次增发，总价值超 10 亿美元，京东、携程、海航集团等认购，在此期间途牛经历了业务规模 and 市场份额持续增长，股价多次达到高点。但由于始终无法解决盈利问题，同时横向扩张的机票、酒店、金融业务不及市场预期，导致 16-19 年期间途牛股价总体呈现震荡下跌趋势。在 17-18 年期间，途牛实现部分季度的 Non-GAAP 净利润扭亏为盈，股价出现小幅修复。

20 年后，由于疫情反复，居民出行受限，旅游供给受损，导致国内游市场份额缩水，出境游市场基本消失，旅游行业整体进入冰封期，以打包旅游产品为核心业务的途牛业绩持续承压，叠加中概大盘持续下跌影响，途牛股价始终保持低迷。23 年防控政策优化后，国内游迎来快速反弹，出境游进入有序恢复通路，途牛业务得以正常开展，因此我们看好整体旅游行业的恢复带动途牛业绩的复苏，途牛打造的全链路产品服务体系也有望逐步释放利润空间，支撑估值上升修复。

图表2：途牛股价复盘

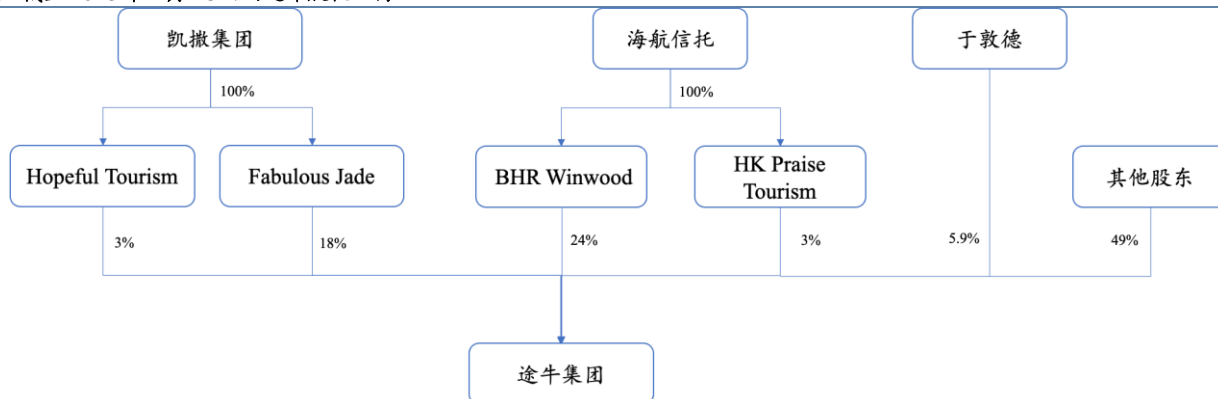


资料来源：Wind、公司公告、新浪财经、华泰研究

股权结构：海航、凯撒分列第一、二大股东

途牛的股权结构相对稳定。途牛于纳斯达克上市后，2014、2015 年获京东投资，2015 年海航旅游集团投资成为第一大股东。2020 年京东转让股份，凯撒成为途牛第二大股东。2021 年海航旅游集团破产重组，海航信托成立，接手海航旅游集团成为途牛第一大股东。目前，海航信托附属公司、凯撒集团是途牛的主要股东，分别持有 27%/21%的股权；管理层持股方面，创始人于敦德持有 5.9%的股权以及 21.7%的投票权，为公司的实际控制人。

图表3：截至 2023 年 2 月 28 日的途牛股权结构



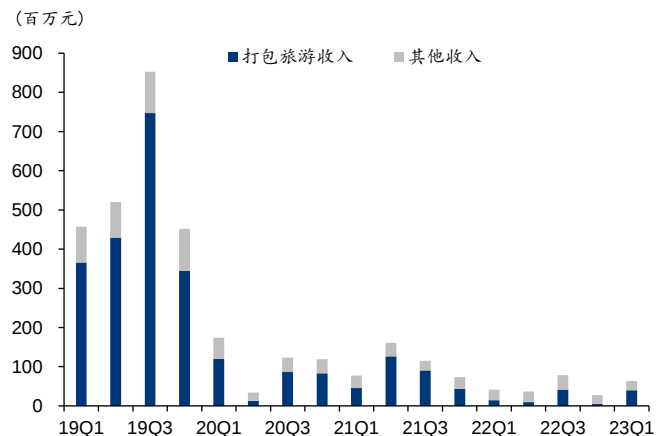
资料来源：公司公告、华泰研究

财务表现：疫情期间持续承压，23Q1 迎来复苏

受疫情影响，20-22 年核心业务持续承压。途牛收入可分为打包旅游业务收入和其他收入。打包旅游业务主要为消费者提供打包旅游产品，包括跟团游和自助游产品。按目的地划分，打包旅游产品可被划分为出境游和国内游，其中途牛主打出境游，疫情前订单量占比在 70% 左右。20 年疫情以来随出境游全面冰封，公司经营状况持续承压，2020-2022 年净收入分别为 4.50/4.26/1.84 亿元，同比下降 80.26%/5.31%/56.93%，净亏损 13.1/1.22/1.93 亿元。但由于持续降本增效，途牛在疫情期间毛利润仍维持在较高水平，2020-2022 毛利率分别为 47%/40%/49%，对比 19 年同期毛利率为 47%。

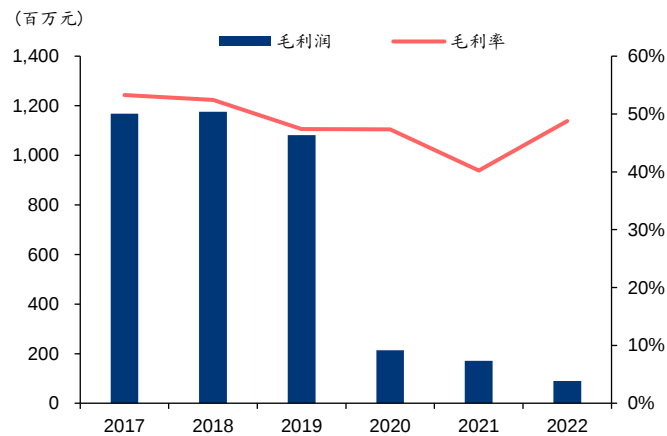
宏观环境复苏，有望实现业务反弹。23 年疫情防控措施优化，途牛抓住市场复苏机会展现业绩弹性。公司 23Q1 净收入为 6318 万元，同比增长 52.3%，恢复至 19Q1 的 13.8%。度假旅游业务达 4013 万元，同比增长 179.2%，恢复至 19Q1 的 11.0%。毛利润为 3888 万元，同比增加 145.9%。净亏损为 747 万元，相较 22Q1 的净亏损 4166 万元大幅收窄。费用率方面，途牛 23Q1 销售/行政管理/研发费用率分别为 31.6%/35.3%/22.7%，对比 22Q1 费用率 71.8%/66.7%/39.0%显著降低，经营效率有所提升。

图表4：途牛营收变动（2019Q1-2023Q1）



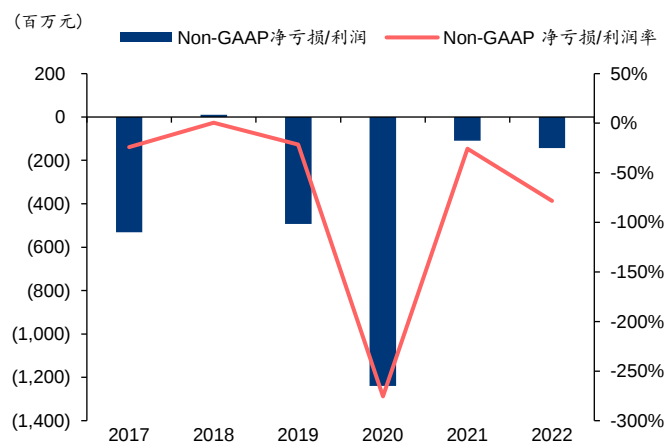
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：途牛毛利润及毛利率（2017-2022）



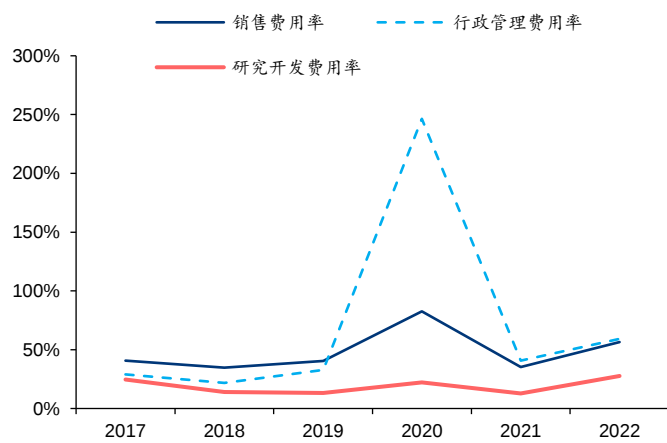
资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：途牛 Non-GAAP 净利润/亏损变化（2017-2022）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：途牛费用率变化（2017-2022）



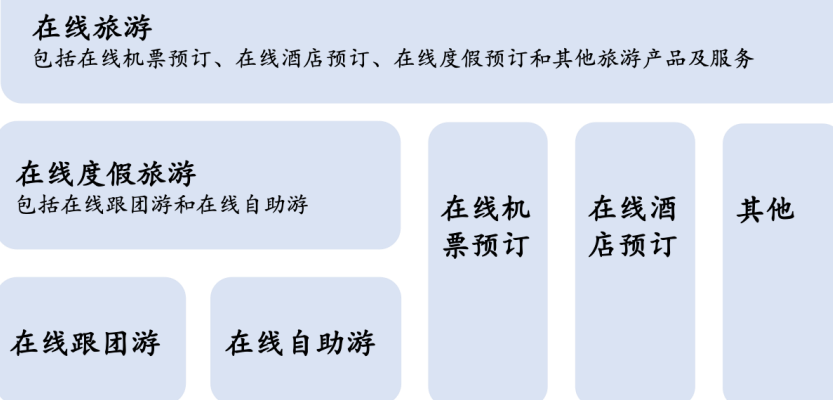
资料来源：公司公告、华泰研究

在线度假旅游：防控政策优化后迎强劲反弹，途牛优势独特

市场规模：疫情前保持高速增长

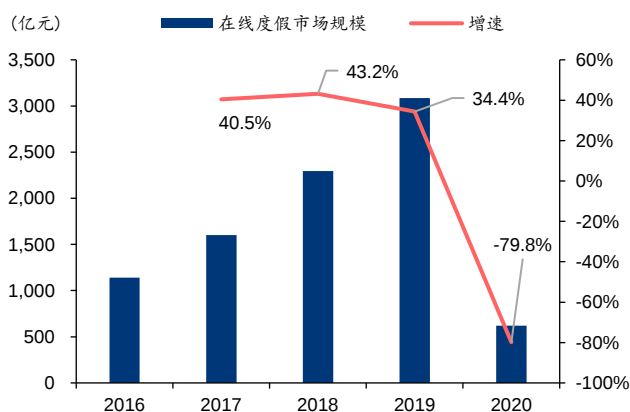
疫情前在线度假旅游市场规模及份额持续增长。在线度假旅游是指通过互联网、移动互联网及电话呼叫中心等方式为消费者提供旅游度假组合产品、单品门票及其他旅游出行相关产品和服务的行业，按照旅游方式可以划分为在线跟团游和在线自助游两种方式，是在线旅游行业的组成部分之一。疫情前，在线度假旅游市场交易规模及份额维持高速增长，19年总交易规模突破 3000 亿元，16-19 年市场规模复合增速达 39.3%，超过在线机票（23.0%）和酒店（27.9%）增速，占在线旅游市场份额比例也从 12.7%增长到 17.1%，成为在线旅游市场增长的重要动能。20-22 年由于疫情旅行出行受限，在线度假旅游市场持续萎靡，20 年市场规模仅为 19 年的 20.2%，占比也下降至 6.3%。

图表8：在线旅游市场划分



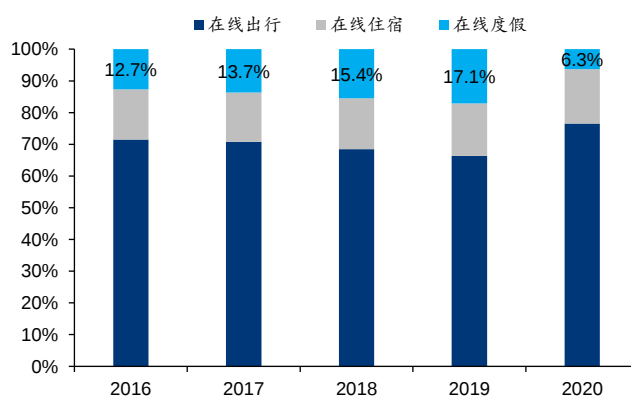
资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

图表9：2015-2020 年在线度假旅游市场规模



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

图表10：2016-2020 年在线旅游细分市场结构变化情况



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

竞争格局：疫情前途牛占据龙头

从产业链角度看，在线度假旅游行业可分为上游资源供应、中游产品组合及分销以及下游产品营销三个环节。批发商（如众信旅游、凯撒旅游等）向上游供应商（如中国铁路总公司、宋城集团等）采买旅游资源，并组合成打包旅游产品（如马尔代夫七日游、九寨沟一日游等），并将打包好的旅游产品交由线上分销商和零售商（如携程旅行、同程旅行等），零售商和分销商借助媒体营销（如马蜂窝、小红书等）或自主营销触达消费者，消费者购买打包旅游产品，组团社和地接社提供出发地和目的地服务。

图表11：在线度假旅游产业链划分



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

OTA 平台参与在线度假旅游行业主要包括四类模式：代理模式、零售模式、内容模式和自营模式。四类模式的核心差异点在于打包旅游产品及服务的提供者。代理模式下，平台仅充当线上分销渠道和客服服务提供商，产品由上游采购批发商提供，对产品质量和品类难以进行把控，代表平台包括携程；零售模式下，平台仅销售产品不提供客服服务；内容模式下，平台仅提供产品相关信息，代表平台包括马蜂窝；自营模式下，OTA 平台与旅游资源供应商合作采购资源，自主设计并打包销售给用户，并提供相关客服服务，目前市场上仅途牛一家以自营模式为主的 OTA 平台。

图表12：在线度假旅游行业 OTA 平台商业模式对比

平台	商业模式	核心策略	用户触达	核心竞争力
途牛	自营模式为主	高品质跟团游出境游业务	线上线下渠道、合作渠道、短视频直播营销	自主打包旅游产品，独立客服，优化会员体系
美团	代理模式	“吃住行游购娱”元素布局，培养新生代用户消费习惯	大众点评、美团 APP、商家直播、带货达人体系	本异地生活玩乐服务驱动周边游业务发展
马蜂窝	内容模式	UGC 形式聚集目标流量，收取广告费用	马蜂窝 APP、网站、微信公众号等内容分发渠道	优质旅游内容，王牌内容栏目受年轻用户追捧
飞猪	零售模式为主	依托阿里生态的流量补给和用户消费特征分析，丰富店铺形态，构建旅游消费体系	支付宝、淘宝、天猫、高德地图等阿里经济体消费用户的合流	阿里大生态优势，提升旅游行业效率，重视全球化布局，聚焦出境旅行需求
携程	代理模式为主	作为线上中介代理商，为上游供应商代理销售或提供交易服务，抽取佣金盈利	携程 APP、网站、电话预订等多种预订方式	起步早，占据头部位置，拥有规模效应和议价能力
驴妈妈	零售模式	提供全球景点门票、玩乐项目、当地一日游、半自助游等旅游产品，以及交通住宿服务	驴妈妈 APP、网站、微信小程序等预订渠道	专注于目的地旅游市场，拥有丰富的门票和玩乐资源

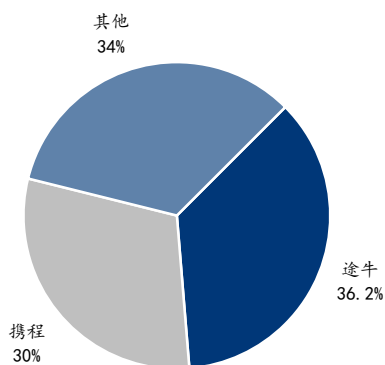
资料来源：易观分析、艾瑞咨询、公司官网、华泰研究

途牛率先发力自营模式，疫情前市场份额稳居第一。途牛自成立起便专注在线度假旅游细分市场，以自营模式为核心提供打包旅游产品，区别于当时主流 OTA 平台的代理模式。依托对细分市场的深耕，途牛快速崛起，19 年以 28.6% 的份额占据在线度假旅游市场 OTA 厂商市场第一地位。对于疫情前途牛市场份额稳居第一的原因，我们认为：

1) 自营模式为主带来的产品差异：由于打包旅游产品是非标品，需要对旅游的各个环节、用户心智和消费倾向、目的地实际资源有非常深刻的认知，才能做出高满意度的打包产品，需要投入大量的时间、金钱和人力成本。因此综合性的 OTA 平台携程、同程在该市场上一直以代理采购模式为主，打包过程由上游批发商或旅行社负责。而途牛主要以自营模式提供产品，深入上游的旅游资源打包环节，在获取更好的议价能力的同时，能够更好地控制产品的质量和价格，并针对用户需求的变化灵活组合和定制旅游产品。近年来，随旅游需求定制化、多样化和高端化的趋势愈发明显，我们认为途牛以自营为主的商业模式将在产品组合灵活性、产品品质和服务层面继续占据领先优势。

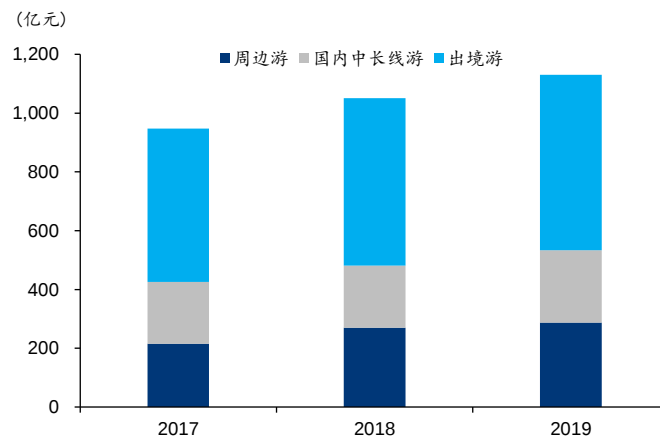
2) 出境游为核心的业务结构：由于旅游产品是将机票、酒店、景区及旅游服务等打包在一起的产品，因此距离更远、时间更长、环节更复杂的出境游产品客单价普遍高于国内游产品，据艾瑞咨询，16 年国内游用户人均消费占比最高的区间是 3001-5000 元，而出境游人均消费占比最高的区间是 10001-20000 元。高客单价叠加出游频次推高出境游在整体市场份额中的占比，19 年在线度假旅游市场中，出境游占据 52.8% 的份额，超国内中长线游和周边游之和。途牛自成立起便深耕出境游业务，为消费者提供品类全面，质量服务高的出境打包旅游产品，19 年出境游订单量占总订单量的 70%，并因此占据 OTA 出境游市场规模首位，占比达 36.2%。

图表13：2019 年在线度假旅游市场 OTA 出境游市场份额



资料来源：易观分析、华泰研究

图表14：2017-2019 年度假旅游分业务市场规模



资料来源：易观分析、华泰研究

商业模式：打通在线度假旅游产业链，产品及服务构筑竞争壁垒 持续向上下游拓展，构建全链条产品服务体系提升盈利能力

途牛持续向产业链上下游拓展，构建全链条产品服务体系。OTA 平台在在线度假旅游行业中处于中游，连接上游供应商和下游消费者，为供应商吸引客流，为消费者提供预订服务。因此，加强与供应商的合作关系，提高自身在产业链条上的话语权和议价能力有利于 OTA 平台提升盈利能力，构筑竞争壁垒。途牛自上市以来，积极整合上下游供应商、分销商、旅行社等资源，逐步形成了覆盖度假旅游全产业链的产品服务体系。

- 1) 上游供应商：**途牛自 14 年起开始大力推动直采，与目的地酒店、交通、旅游景点等旅游供应商直接达成合作进行采买，减少中间环节，提升议价能力。
- 2) 中游分销商：**途牛推出分销平台“笛风云”，分销商可以在该平台实现从与旅游资源供应商的对接到销售回款的全流程。途牛借助该平台收取服务费并积累客户资源。
- 3) 下游用户服务：**途牛自 16 年开始涉足直营地接社，先后建立“随往旅业”和“环球经典”地接网络，将自营模式链条向下拓展至为消费者提供服务，截至 23 年 2 月，途牛已经在 32 个国内目的地和 6 个国际目的地经营地接旅行社，服务网络基本覆盖全国各目的地。

通过对产业链上下游的整合拓展，途牛盈利能力逐步得到改善，18 年实现 Non-GAAP 全年盈利，或证明全链条产品服务体系的盈利模型已基本跑通。未来伴随途牛进一步聚焦主业并持续推动降本增效，途牛盈利能力有望快速恢复。

产品力和服务力构筑竞争壁垒

打造旅游度假品牌，产品质量换取用户留存。打包旅游产品由于直接面向用户，产品的质量将直接影响用户复购率，产品的类型影响核心用户群体和未来的延伸发展空间。途牛以自营为主的业务模式有助于全面保证打包旅游的产品，进而提高用户留存，并触及、覆盖更广泛的用户群体，筑牢竞争壁垒。途牛旗下“牛人专线”品牌于 09 年推出，主打高品质自营跟团游，并于 10 年和 19 年经历两次迭代，着力解决跟团游旅前、旅中、旅后的主要痛点。牛人专线上线后在销量和满意度层面均取得优异结果，截至 21 年一季度，累计服务超 540 万人次，客户满意度达 97%。

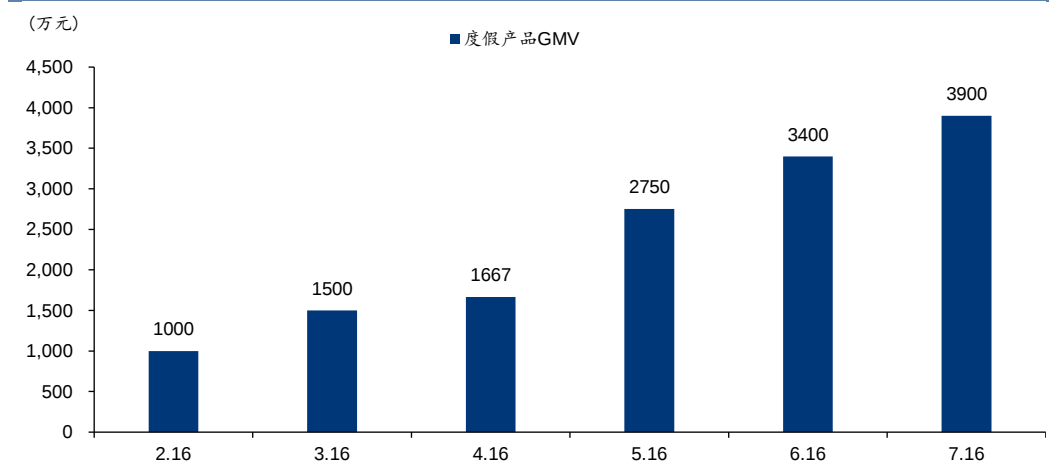
图表15：“牛人专线”旅前、旅中、旅后产品优势

环节	痛点	牛人专线解决方案
旅前	产品设计不合理；成团困难	实地考察，评估当地餐饮、酒店质量
旅中	行程与宣传不符；强制消费	强调行程公开透明，严格约束带队导游的行为，拒绝强制消费，并有 24 小时旅游专家团队陪伴全程
旅后	投诉回复不及时，解决率低	提供衣食住行游全环节的无忧赔付

资料来源：途牛官网、华泰研究

2) 关注用户体验，全方位服务培养高粘性用户。途牛提供覆盖出行旅游全环节的客服服务：销售预订环节，用户可在 APP 内与 1 对 1 专属旅游顾问沟通，获取目的地及旅游产品相关信息；出行及售后环节，用户可随时拨打客服电话咨询途牛 24 小时客服热线，以获取快速响应和解决方案。22 年疫情期间途牛也充分体现良心企业担当，为上游供应商和用户承担超亿元的退订带来的直接和间接损失。此外，途牛推出黑卡会员服务，于每月 16 日会员日提供秒杀、满减等活动，增强与用户的互动。途牛对客户服务的关注为平台积累了一批高粘性、高质量的用户群体，23 年 2 月以来会员日单日度假旅游产品 GMV 连续 6 个月保持增长，从 2 月份 1000 万元增长至 7 月份的 3900 万元，CAGR 达 31.3%。

图表16：途牛会员日单日度假旅游产品 GMV 变化（23.2-23.7）



资料来源：途牛小喇叭、华泰研究

未来展望：存在困境反转可能

度假旅游市场崭露复苏迹象，途牛蓄势待发

旅游市场整体复苏，在线度假旅游充分受益。23 年随防控政策优化，整体旅游市场回暖，据中国旅游研究院，23 年国内旅游人数有望约恢复至 2019 年的 76%，旅游收入有望恢复至 2019 年的 71%。旅行社主导的跟团游市场同样复苏旺盛，根据文化和旅游部，23Q1 旅行社国内旅游组织人次已恢复至 19Q1 的 63.3%，对比 22Q1 增长 297%，未能完全恢复或主要系疫情期间旅行社人员流失严重（导游群体流失约 30%-40%）。在线度假旅游平台订单量也呈现增长态势，据途牛数据，23 年春节途牛国内跟团游出游人次较 22 年春节增长超 4 倍，较 21 年春节增长近 2 倍。

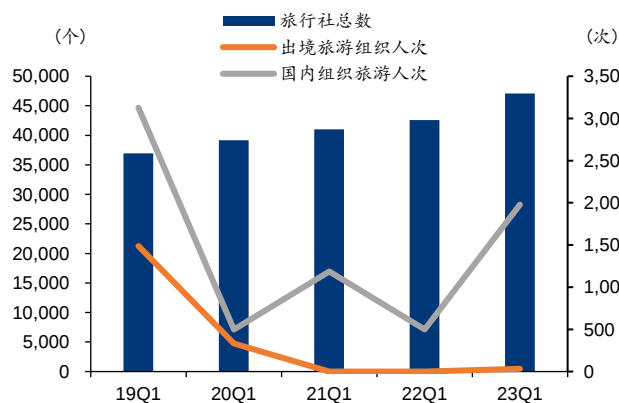
出境游短期内处于修复渠道，长期增长空间可期。短期来看，出境游供给端已步入修复。截至 23 年 7 月底，国际航班执行量已恢复到 19 年的 47%，文旅部也于 2 月 16 日和 3 月 15 日分两批放开了共 60 个团队游目的地和机酒业务国家。长期来看，19 年国内居民出境人数达 1.69 亿人次，渗透率为 12%，与同期全球 26% 的平均出境游渗透率相比仍较低。未来随着我国国民可支配收入的持续提高以及城镇化率提升等因素，预计我国出境游渗透率还有很大的提升空间。

图表17：试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务

2023 年 2 月 6 日	泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷
2023 年 3 月 15 日	尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马

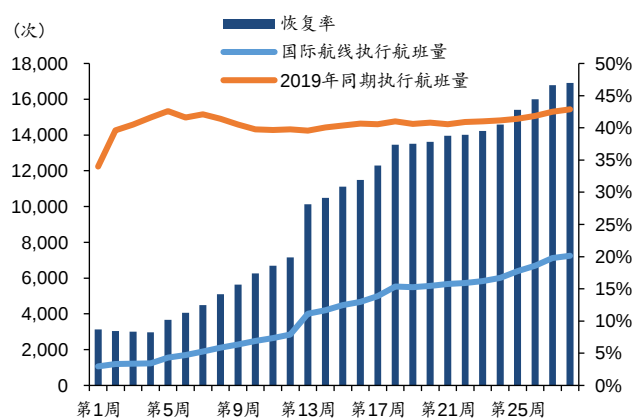
资料来源：文化和旅游部、华泰研究

图表18：旅行社总数和旅游组织人次情况



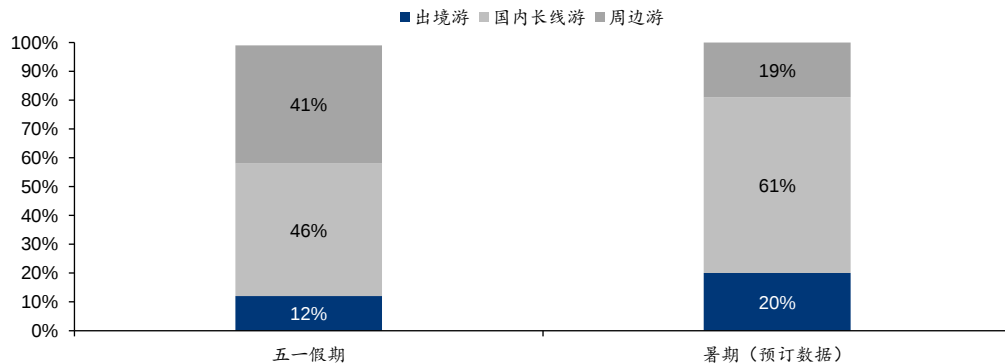
资料来源：文化和旅游部、华泰研究

图表19：23 年以来国际航线航班恢复情况



资料来源：航班管家、华泰研究

途牛积极推动业务复苏，出境跟团游占比逐步恢复。由于疫情期间出境跟团游供应商、服务人才大量流失，短期内途牛仍以唤醒原有积累的国外供应商资源、招募专业人才为主要经营策略，以期逐步恢复出境跟团游供给。同时，途牛积极维护境外目的地关系，与各境外旅游局保持密切沟通和协作，助力目的地旅游形象和影响力的提升，23 年以来已先后与奥地利国家旅游局、新加坡旅游局、马来西亚旅游局达成战略合作。23 年以来，途牛的出境游业务已展露恢复迹象，出行人次在总出行人次中的占比从五一假期的 12% 上升至暑期（预订数据）的 20%，预计未来随整体出境游供给的逐步恢复常态，途牛出境游业务将展露出色的收入弹性。

图表20：按目的地划分，2023年途牛五一假期及暑期（预订数据）出行人次比例


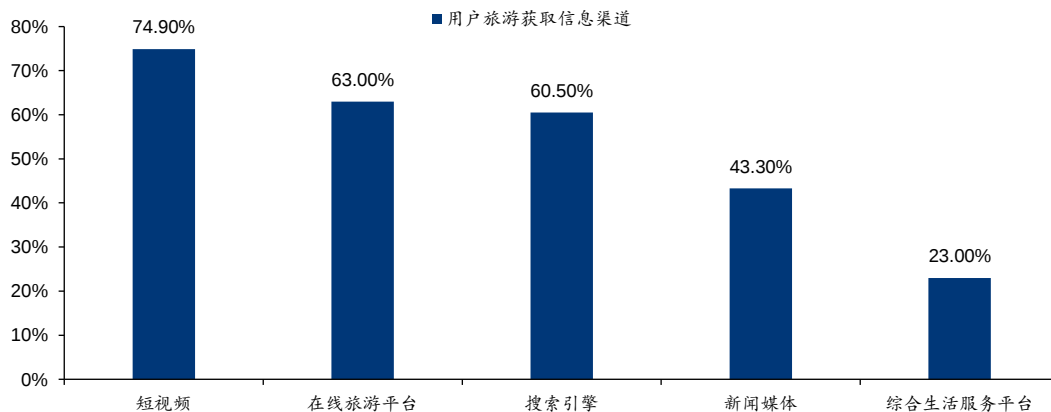
资料来源：途牛小喇叭、华泰研究

预计行业格局长期仍将维持稳定竞争格局，途牛有望恢复市场份额。尽管在线度假旅游市场份额相对于在线交通和住宿较小，但由于该行业旅游资源供应商众多且分散、旅游产品非标准化程度高、涉及环节复杂、消费者需求分层多变，很难出现能够全面整合各类资源的旅行社或占据绝大部分分销渠道的 OTA 平台，同时流量端的争夺也已基本结束，因此 16-18 年行业竞争格局基本保持相对稳定（途牛第一、携程第二）。在行业重启之际，尽管短期内由于核心出境游业务仍面临阻力，途牛复苏节奏相对较慢，23Q1 仅恢复至疫情前 11%，但长期来看，我们认为途牛有望在升级迭代已被市场验证成功的商业模式的基础上，依托成功经验，在度假旅游市场整体回归常态之际，修复市场份额。

数字化转型，途牛探索短视频直播新模式

依托“短视频种草，直播转化”新模式，途牛拓宽产品销售渠道。伴随抖音、快手等 APP 的渗透率的逐步提升，短视频已经成为用户获取旅游信息渠道的重要来源，据 Fastdata 调研，23 年 3 月约 74.9% 的用户通过短视频获取旅游信息，位列各渠道第一；与短视频链接紧密的直播场景同样具备流量集中度高、下单爆发力强的特点，因此短视频种草+直播转化”旅游产品销售新模式应运而生。我们认为，相较于以往电话及图文介绍方式，直播模式能够提供大量丰富细节，主播也可以更为直观生动地介绍旅游产品，并实时解答用户问题，增加用户互动，提升潜在下单概率。

途牛自 20 年 5 月便开始布局短视频和直播业态，在深化数字化转型的同时试图缓解疫情期间线下门店无法触达消费者的难题。尽管疫情期间由于出行受限，直播销售产品核销率较低，目前并未对途牛营业收入提供显著贡献，但长期来看，我们认为途牛有望依托短视频直播新模式的举措，实现度假旅游产品销售渠道的拓宽，增加产品销量。

图表21：2023年3月用户旅游获取信息渠道分析


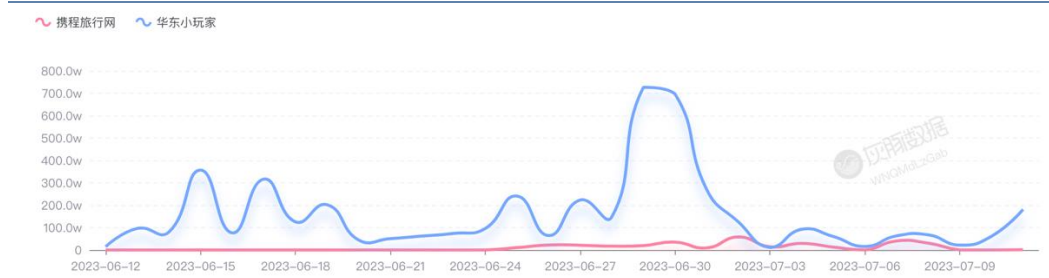
资料来源：Fastdata、华泰研究

途牛更契合短视频+直播模式。相较于竞争对手，途牛在短视频+直播模式上具有四点优势：

1) 自营模式为主下产品质量可控，内容产出优质。途牛以自营为主的全链路服务模式使途牛提供的度假旅游产品质量相较于平台代理模式下的产品有着更稳定的质量把控。在直播旅游发展的前期，这将有益于品牌口碑的积累，提升用户留存和复购率。与供应商的深度合作也有助于途牛生产出爆款内容，吸引流量促进转化。

2) 垂类直播矩阵助力用户转化。截至目前，途牛根据目的地、出发地、产品品类、目标客群四个板块构建了酒旅机构直播账号矩阵。例如目的地剧增包括途牛西部旅游、途牛海岛游、途牛华南游等账号。差异化的账号定位能为用户提供更加个性化的内容和直播带货产品，实现用户需求的精准捕捉，进一步增强了用户的参与度和转化意愿。根据灰豚数据，截至 7 月 14 日，途牛旗下“华东小玩家”账号近 90 天累计直播总销售额超 1 亿元，场均观看人次 10.8 万，场均直播销售额突破 30 万；近 30 天直播销售额趋势显著高于同类直播间“携程旅行网”。

图表22：途牛旗下“华东小玩家”账号和携程旗下“携程旅行网”直播销售额趋势对比



资料来源：灰豚数据、华泰研究

3) 专业团队提升直播间服务品质。途牛直播间的主播大多是拥有专业知识的旅游顾问和销售，对旅游文化、产品和供应链有深入了解，专业主播可以通过讲解旅行攻略、解答用户的疑问等方式，增加用户对旅游产品的信任和购买欲望。根据途牛官方公众号“途牛小喇叭”，截至 23 年 6 月 9 日，途牛拥有自有专职主播 40 多人，机构签约达人超 200 人。

4) 积极发展 MCN 机构业务。除直播外，公司还通过代播、帮播、直播培训等形式，为旅游目的地、旅游资源供应商和外部达人提供一站式旅游直播培训解决方案。2022 年 7 月，途牛正式成为抖音官方授权生活服务 MCN 机构。2023 年 1 月，途牛在抖音生活服务平台 MCN 机构中排名第二，单月支付金额过亿。

目前，抖音已成为途牛所有新媒体渠道里面最重要的流量来源之一，途牛在与抖音的合作中更多扮演旅游服务提供商的角色，为抖音提供标准品类增长本地生活产品丰富度，提升流量转化。长期来看，途牛与抖音的合作可以通过流量互通和用户转化、打包旅游产品合作以及提升用户体验和品牌价值，打造途牛增长的新曲线。

盈利预测与估值

(1) 打包旅游收入：途牛本质上是线上旅行社，我们根据旅行社的恢复情况对途牛未来的打包旅游产品中出境旅游收入和国内旅游收入情况进行预测。根据途牛 19 年报披露数据，出境旅游订单量占途牛打包旅游总订单量的 70%，我们谨慎假定客单价保持一致，结合 18.87 亿元的打包旅游收入，经测算可知 19 年途牛出境旅游收入约为 13.21 亿元，国内旅游收入约为 5.66 亿元。

出境旅游方面，根据文化和旅游部数据，23Q1 旅行社出境旅游组织人次恢复至 19Q1 的 2.1%水平，鉴于出境旅游持续回暖，我们谨慎预测全年旅行社出境旅游组织人次恢复至 19 年的 3%水平，假设客单价保持稳定，23 年旅行社出境旅游收入也将恢复至 19 年的 3%水平。途牛以出境旅游产品为核心，23 年预计恢复节奏将略快于整体旅行社复苏节奏，我们谨慎预测 23 年打包旅游收入中的出境旅游收入恢复至 19 年的 4%，收入为 0.53 亿元；24/25 年随出境目的地的进一步放开，我们谨慎预测途牛出境旅游收入分别恢复至 19 年的 15%/30%，分别为 1.98/3.96 亿元。

国内旅游方面，根据文化和旅游部数据，23Q1 国内旅游组织人次恢复至 19Q1 的 63.3%，我们谨慎预计全年国内旅游组织人次恢复至 19 年的 65%水平，假设客单价保持稳定，23 年旅行社国内旅游收入也将恢复至 19 年的 65%。途牛国内旅游并非优势，叠加市场竞争因素，23 年预计恢复节奏逊于整体旅行社复苏节奏，我们谨慎预测 23 年打包旅行收入中的国内旅游收入恢复至 19 年的 40%，收入为 2.26 亿元；24/25 年受益于整体度假旅游市场增长，我们谨慎预测途牛国内游收入分别恢复至 19 年的 45%/50%，分别为 2.55/2.83 亿元。

综合以上，我们预测途牛打包旅游收入 23/24/25 年分别为 2.79/4.53/6.79 亿元，同比增长 297.1%/62.2%/50.0%，分别恢复至 19 年的 14.8%/24.0%/36.0%。

图表23：途牛打包旅游收入预测拆解

	2019	2023E	2024E	2025E
打包旅游收入（百万元）	1887	279	453	679
Vs 2019		14.8%	24.0%	36.0%
出境旅游收入（估计）（百万元）	1321	53	198	396
Vs 2019		4.0%	15.0%	30.0%
国内旅游收入（估计）（百万元）	566	226	255	283
Vs 2019		40.0%	45.0%	50.0%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

(2) 其他业务收入。途牛其他业务包括机票酒店预订、金融服务等，受限机酒预订领域竞争格局基本形成，途牛其他业务难以进一步拓展，上限难以突破，但受益于旅游整体大环境复苏，未来三年其他业务预计小幅增长。我们预测其他业务 23/24/25 年同比增长 1.0%/1.2%/1.4%，收入分别为 1.14/1.16/1.17 亿元。

综合以上，我们预测途牛 23/24/25 年总收入分别为 3.94/5.69/7.97 亿元，同比增长 114.4%/44.5%/40.1%。

公司业务模式基本稳定，且伴随度假旅游需求定制化、高端化趋势，每单利润空间有望提升，考虑 23Q1 毛利率为 61.5%，我们谨慎预测公司 23 年毛利率达 55%，24/25 年逐步增长至 57%/58%。随公司的持续降本增效，我们预测 23-25 年运营费用逐步下降，销售及营销费用率分别为 40%/36%/32%，一般及管理费用率分别为 30%/28%/26%，研发费用率分别为 15%/14%/12%。我们预测 23/24/25 年公司的 Non-GAAP 净利润分别为 -0.40/0.13/0.89 亿元，GAAP 净利润分别为 -0.64/-0.22/0.40 亿元，24 年实现 Non-GAAP 盈利、25 年实现 GAAP 盈利主要得益于经营效率的提升和出境游业务的全面复苏。

图表24：途牛:华泰预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入（百万元）	426	184	394	569	797
YoY	-5.3%	-56.9%	114.4%	44.5%	40.1%
毛利率	40.2%	48.8%	55.0%	57.0%	58.0%
销售费用率	35.3%	56.4%	40.0%	36.0%	32.0%
管理费用率	40.8%	59.3%	30.0%	28.0%	26.0%
研发费用率	12.8%	27.7%	15.0%	14.0%	12.0%
经营利润（百万元）	(182)	(210)	(114)	(85)	(48)
净利润（百万元）	(122)	(193)	(64)	(22)	40
Non-GAAP 净利润（百万元）	(103)	(134)	(40)	13	89
Non-GAAP 净利率	-24.1%	-73.1%	-10.4%	2.3%	11.1%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

综合参考华泰宏观团队于 2023 年 5 月 29 日发布的《内需动能减弱,外需扰动犹存》对 2023 年底汇率预测(美元兑人民币 6.98)与 2022 年底(2022 年 12 月 31 日)汇率(美元兑人民币 6.96)均值,我们假设汇率(美元兑人民币)6.97,基于 PS 估值给予途牛目标价 2.20 美元,理由如下:

1) 伴随途牛在疫情之后业绩迎来复苏,叠加有效的成本和费用控制,我们预计 23 年的 Non-GAAP 持续收窄,24 年实现转正。鉴于公司 GAAP 及 Non-GAAP 近三年暂未盈利,因此基于 PS 法对途牛进行估值;

2) 途牛尽管疫情期间业绩承压严重,但受益于整体旅游市场复苏,核心度假旅游业务逐步迎来正常开展,有望凭借品牌力和产品优势重占度假旅游市场份额,实现业绩的增长。可比公司方面,我们选择国内外在线旅游公司携程、Booking、Airbnb、同程旅行、Tripadvisor,结合可比公司估值倍数的考量,我们给予途牛可比公司 PS 均值 4.82 倍,每股估值 2.20 美元。

图表25：PS 估值

	估值方法	2023E 营收 (人民币百万元)	估值倍数(x)	估值 (人民币百万/美元百万)
收入	2023E PS	393.7	4.82	1,897.6
总估值,人民币百万				1,897.6
总估值,美元百万				272.2
股份数量,稀释后				123.7
每股估值,美元				2.20

资料来源：华泰研究预测

图表26：途牛可比公司估值

股票代码	公司简称	股价 (交易货币)	PS (x)		
			2023E	2024E	2025E
9961 HK equity	携程集团-S	318	4.45	3.78	3.29
BKNG US Equity	BOOKING	3243.01	5.52	4.98	4.55
ABNB US Equity	AIRBNB	143.2	9.45	8.39	7.37
TRIP US EQUITY	TRIPADVISOR	16.09	1.28	1.16	1.06
780 HK Equity	同程旅行	18.14	3.41	2.80	2.40
平均值			4.82	4.22	3.73

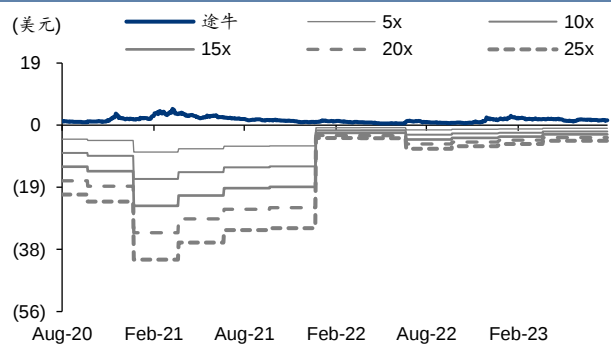
注:数据截至 2023 年 8 月 7 日

资料来源：彭博、华泰研究预测

风险提示

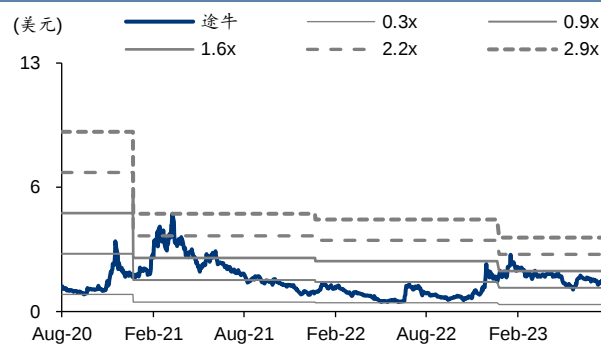
- 1) 市场恢复不及预期。度假旅游行业的衰退或中断可能会对公司的业务和运营结果产生重大不利影响。
- 2) 市场竞争加剧风险。在线旅游行业竞争激烈,已有平台若重点切入在线度假细分市场,行业竞争可能进一步加剧。
- 3) 出境目的地开放不及预期。境外目的地开放程度受宏观国际环境、目的地旅游政策影响,开放节奏或不及预期。

图表27: 途牛 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表28: 途牛 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	426.35	183.62	393.66	568.70	796.77
销售成本	(254.82)	(94.07)	(177.15)	(244.54)	(334.64)
毛利润	171.54	89.55	216.51	324.16	462.13
销售及分销成本	(150.49)	(103.62)	(157.46)	(204.73)	(254.97)
管理费用	(174.02)	(108.94)	(118.10)	(159.24)	(207.16)
其他收入/支出	(28.56)	(86.95)	(55.11)	(45.50)	(47.81)
财务成本净额	42.55	22.27	40.70	54.28	78.31
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(129.06)	(203.75)	(73.46)	(31.02)	30.51
税费开支	(0.13)	0.73	(0.26)	(0.11)	0.11
少数股东损益	6.94	9.61	9.61	9.61	9.61
净利润	(121.52)	(193.38)	(64.11)	(21.52)	40.23
折旧和摊销	(43.36)	(27.04)	(63.86)	(65.64)	(67.98)
EBITDA	(144.79)	(201.71)	(50.30)	(19.67)	20.18
EPS (人民币, 基本)	(0.94)	(1.49)	(0.49)	(0.17)	0.31

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	111.94	33.64	247.26	117.97	342.56
现金及现金等价物	395.60	197.89	435.73	305.14	698.17
其他流动资产	967.90	968.44	968.44	968.44	968.44
总流动资产	1,475	1,200	1,651	1,392	2,009
固定资产	146.27	118.39	109.36	107.65	115.36
无形资产	382.04	237.92	206.78	174.83	142.56
其他长期资产	294.06	321.65	602.32	437.18	705.90
总长期资产	822.37	677.96	918.45	719.65	963.82
总资产	2,298	1,878	2,570	2,111	2,973
应付账款	808.02	650.74	1,410	975.28	1,800
短期借款	26.54	19.96	19.96	19.96	19.96
其他负债	144.46	103.61	103.61	103.61	103.61
总流动负债	979.01	774.31	1,533	1,099	1,923
长期债务	53.18	38.44	26.00	13.56	1.12
其他长期债务	12.48	6.84	6.84	6.84	6.84
总长期负债	65.66	45.28	32.84	20.40	7.96
股本	9,126	9,126	9,126	9,126	9,126
储备/其他项目	(7,857)	(8,018)	(8,082)	(8,104)	(8,063)
股东权益	1,269	1,108	1,044	1,022	1,063
少数股东权益	(16.00)	(49.68)	(40.06)	(30.45)	(20.84)
总权益	1,253	1,058	1,004	991.95	1,042

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(1.53)	(0.96)	(2.89)	(8.62)	4.61
PB	0.15	0.17	0.18	0.18	0.17
EV EBITDA	(7.52)	(5.87)	(18.77)	(54.50)	33.51
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(19.01)	(14.93)	37.33	(28.20)	45.64

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	(144.79)	(201.71)	(50.30)	(19.67)	20.18
融资成本	(42.55)	(22.27)	(40.70)	(54.28)	(78.31)
营运资本变动	(97.12)	15.91	545.25	(305.04)	599.78
税费	(0.13)	0.73	(0.26)	(0.11)	0.11
其他	58.25	64.34	59.93	73.51	97.54
经营活动现金流	(226.33)	(142.99)	513.92	(305.59)	639.30
CAPEX	(14.74)	(6.45)	(23.68)	(31.98)	(43.42)
其他投资活动	718.57	(45.38)	(280.67)	165.15	(268.73)
投资活动现金流	703.83	(51.83)	(304.35)	133.16	(312.15)
债务增加量	(56.17)	(21.32)	(12.44)	(12.44)	(12.44)
权益增加量	0.06	(0.09)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(288.45)	20.93	40.70	54.28	78.31
融资活动现金流	(344.56)	(0.48)	28.26	41.84	65.87
现金变动	131.50	(197.70)	237.83	(130.59)	393.02
年初现金	264.10	395.61	197.90	435.73	305.14
汇率波动影响	(1.43)	(2.41)	0.00	0.00	0.00
年末现金	395.61	197.90	435.73	305.14	698.17

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	(5.31)	(56.93)	114.39	44.47	40.10
毛利润	(19.54)	(47.79)	141.77	49.72	42.56
营业利润	(86.46)	15.65	(45.62)	(25.28)	(43.96)
净利润	(90.71)	59.14	(66.85)	(66.43)	(286.96)
EPS	(90.71)	59.14	(66.85)	(66.43)	(286.96)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	40.23	48.77	55.00	57.00	58.00
EBITDA	(33.96)	(109.85)	(12.78)	(3.46)	2.53
净利润率	(28.50)	(105.32)	(16.29)	(3.78)	5.05
ROE	(9.16)	(16.27)	(5.96)	(2.08)	3.86
ROA	(4.42)	(9.26)	(2.88)	(0.92)	1.58
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(24.89)	(12.59)	(37.34)	(26.57)	(63.72)
流动比率	1.51	1.55	1.08	1.27	1.04
速动比率	1.51	1.55	1.08	1.27	1.04
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.16	0.09	0.18	0.24	0.31
应收账款周转天数	158.77	142.71	128.44	115.60	104.04
应付账款周转天数	1,585	2,791	2,094	1,755	1,493
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.94)	(1.49)	(0.49)	(0.17)	0.31
每股净资产	9.78	8.54	8.04	7.88	8.19

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，苏燕妮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师苏燕妮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司