

同程藝龍(780 HK)

FY18 延續強勁表現，期待自 OTA 向 ITA 蛻變

- ❖ **FY18 超預期。**如市場預期，同程藝龍在 FY18 保持強勁增長。受惠於 2018 年 MAU/MPU 達至 1.75 億/2000 萬的用戶擴張（同比增長 45%/28%），公司收入增長至人民幣 60.91 億元，同比增長 17%，較之前預測/一致預期高出 1%/5%。調整後淨利潤同比增長 67%至 11.41 億元，較之前預測/一致預期高出 4%/3%。
- ❖ **多樣化的流量來源保證穩定的用戶增長。**MAU 在 FY18 同比增長 44.6%至 1.75 億（較之前預測高 2%），其中 80%來自騰訊渠道（來自騰訊的平臺的 MAU 在 FY16-18 實現 91%的複合年增長率）。在騰訊渠道中，微信錢包+小程序下拉欄/廣告/分享和搜索界面占流量的 53%/35%/12%。我們預計其 FY19E 的 MAU 將達到 2.04 億，在 FY18-20 的複合年增長率為 18%，主要是由於 1) 持續性營銷投入以獲得用戶；2) 深入滲透到低線城市。由於算法優化和騰訊渠道流量占比提升，付費率仍有上升空間。根據阿拉丁指數，同程藝龍在 2019 年 1 月和 2 月的微信小程序榜單中排名前 2，經營指標健康穩健。
- ❖ **預計佣金率穩定，受競爭影響小。**GMV 在 FY18 同比增長 28.4%，與之前預測一致。報告層面顯示的酒店收入下降或是市場一大疑慮，但其下降原因是攜程與去哪兒的分銷減少以及買斷房業務的戰略收縮。剔除這兩個因素，調整後的酒店收入在 FY18 同比增長預計將超過 30%，我們預計其酒店收入在 FY19E 同比增速恢復至 32%。關於競爭，管理層表示由於競爭更多地集中在流量而非產品，因此預計其抽傭率將保持相對穩定。
- ❖ **管理層變動影響有限。**同程藝龍宣佈江浩先生已辭去副主席兼總裁職務，並重新加入攜程。我們認為該變動在意料之中，屬圓合併後的自然過渡。且此次管理層變動並不影響董事會席位變化，我們預計公司和攜程之間的“競合”關係將繼續。
- ❖ **維持「買入」評級。**我們對此前財務預測基本維持不變，僅略微將目標價從 18.59 港元上調至 19.71 港元（基於同業比較），鑒於近期行業估值有所回升。新目標價相當於 22.4 倍的 FY19E 市盈率，與行業平均水平一致，但相較於攜程，仍然有 30%的折讓。短期公司股價或因獲利回吐承壓，但我們看好同程藝龍長期的 GMV 增長和利潤率擴張。

財務資料

(年結: 12月31日)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	5,256	8,006	10,118	12,541
淨利潤(百萬人民幣)	916	1,572	2,019	2,510
EPS(人民幣)	0.44	0.76	0.97	1.21
EPS變動(%)	NA	71.6	28.5	24.3
市盈率(x)	32.8	19.1	14.9	12.0
市帳率(x)	3.0	2.7	2.4	2.1
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	1.0
權益收益率(%)	13.9	8.1	11.7	13.5
淨財務杠杆(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK\$19.71
(過去目標價)	HK\$18.59
潛在升幅	+22.9%
當前股價	HK\$16.04

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

中國互聯網行業

市值(百萬港元)	35,092
3月平均流通量(百萬港元)	36.94
52周內股價高/低(港元)	18.0/8.9
總股本(百萬)	2,076.4

資料來源：彭博

股東結構

騰訊	22.9%
攜程	22.4%
天程嘉華	8.0%

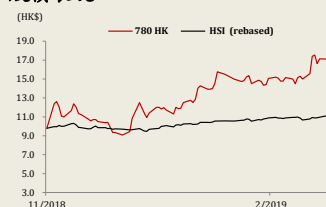
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.9%	14.6%
3-月	80.6%	57.8%
6-月	NA	NA

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網址：<http://www.ly.com>

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	2,205	2,519	5,256	8,006	10,118	12,541
预订住宿服务	2,094	2,362	1,830	4,923	6,322	7,889
交通票务服务	87	61	3,233	2,829	3,519	4,351
其他	24	96	193	254	276	301
销售成本	(1,033)	(812)	(1,601)	(1,975)	(2,352)	(2,792)
毛利	1,172	1,707	3,655	6,032	7,766	9,750
服务开发开支	(518)	(522)	(1,350)	(1,713)	(1,852)	(2,232)
销售及营销开支	(1,883)	(1,095)	(1,841)	(2,779)	(3,662)	(4,587)
行政开支	(898)	(97)	(935)	(382)	(400)	(487)
按公允价值计入损益计量的投资的公允价值变动	(4)	1	79	-	-	-
其他收入	11	13	33	-	-	-
其他收入/(亏损)净额	5	23	48	-	-	-
经营(亏损)/收入	(2,116)	29	(311)	1,157	1,853	2,443
财务收入	8	10	10	13	13	13
其他收入	(48)	95	903	-	-	-
税前(亏损)/利润	(2,160)	134	602	1,170	1,865	2,456
所得税(开支)/抵免	(1)	60	(67)	(199)	(317)	(418)
非控制股东权益	(21)	(1)	(5)	-	-	-
归属股东净利润	(2,139)	196	530	971	1,548	2,039
调整后净利润	(240)	193	916	1,572	2,019	2,510

資料來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	584	924	9,294	9,188	9,020	8,850
物业、厂房及设备	101	442	934	1,029	1,120	1,207
采用权益法入账的投资	40	38	49	49	49	49
按公允价值计入损益的投资	46	25	52	52	52	52
土地使用权	-	-	16	16	16	16
无形资产净值	348	309	7,962	7,732	7,462	7,192
递延所得税资产	-	62	250	250	250	250
预付款项及其他应收款项	50	49	31	59	71	84
流动资产	1,722	1,844	7,497	8,863	11,433	14,816
贸易应收款项	883	539	857	1,201	1,518	1,881
预付款项及其他应收款项	274	196	523	691	823	977
按摊销成本计量的短期收益	-	-	261	261	261	261
按公允价值计入损益计量的短期投资	71	236	2,570	2,570	2,570	2,570
受限制现金	154	171	141	141	141	141
现金及现金等价物	339	702	3,144	3,999	6,120	8,985
流动负债	1,433	1,578	4,534	4,822	5,676	6,850
借债	-	20	20	20	20	20
关连款项	922	1,115	2,569	2,765	3,293	3,908
应付贸易账款	511	437	1,800	1,841	2,125	2,634
合同负债	-	-	15	40	51	63
应付税项	0	6	131	157	188	226
非流动负债	6,405	6,522	729	729	729	729
借款	-	172	153	153	153	153
递延所得税负债	4	0	570	570	570	570
可赎回可转换优先股	6,399	6,348	-	-	-	-
其他应付款及应计费用	2	2	7	7	7	7
净资产总值	(5,538)	(5,337)	11,528	12,499	14,048	16,086
少数股东权益	6	5	(8)	(8)	(8)	(8)
股东权益	(5,532)	(5,332)	11,535	12,507	14,055	16,094

資料來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	(2,160)	134	602	1,170	1,865	2,456
折旧和摊销	77	84	297	335	379	384
营运资金变动	(255)	554	2,024	(251)	393	643
稅	(3)	1	(67)	(199)	(317)	(418)
其他	1,927	(52)	(562)	(199)	(317)	(418)
经营活动所得現金淨額	(410)	720	2,361	1,055	2,321	3,066
购买物业、厂房及设备	(57)	(392)	(338)	(200)	(200)	(200)
为购买短期投资付款	(475)	(1,673)	(2,246)	-	-	-
短期投资赎回所得款项	656	1,520	-	-	-	-
其他	(7)	3	1,183	-	-	-
投资活动所得現金淨額	117	(542)	(1,400)	(200)	(200)	(200)
資本变化	-	-	1,240	-	-	-
净银行借贷	-	190	(20)	-	-	-
其他	(80)	(4)	260	-	-	-
融资活动所得現金淨額	(80)	186	1,481	-	-	-
現金增加淨額	(373)	364	2,441	855	2,121	2,866
現金及現金等价物受汇率变动的影响	2	(1)	1	-	-	-
年初現金及現金等价物	710	339	702	3,144	3,999	6,120
年末現金及現金等价物	339	702	3,144	3,999	6,120	8,985
资产负债表中的現金	339	702	3,144	3,999	6,120	8,985

資料來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)						
预订住宿服务	95.0	93.8	34.8	61.5	62.5	62.9
交通票务服务	3.9	2.4	61.5	35.3	34.8	34.7
其他	1.1	3.8	3.7	3.2	2.7	2.4
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)						
收入	NA	NA	0.6	52.3	26.4	24.0
毛利	NA	NA	114.1	65.0	28.8	25.5
经营利润	NA	NA	NA	NA	60.1	31.9
调整后净利润	NA	NA	28.5	71.6	28.5	24.3
盈利能力比率 (%)						
毛利率	53.1	67.8	69.5	75.3	76.8	77.7
稅前利率	(1.7)	3.9	11.4	14.6	18.4	19.6
有效稅率	(0.0)	(45.0)	10.0	17.0	17.0	17.0
调整后净利润率	(10.9)	7.6	17.4	19.6	20.0	20.0
資產負債比率						
流动比率 (x)	1.2	1.2	1.7	1.8	2.0	2.2
平均应收账款周转天数	111.3	103.1	71.5	62.0	54.8	54.8
平均应付账款周转天数	279.2	457.8	608.2	559.8	1,117.5	511.0
平均存货周转天数	-	-	-	-	-	-
净负债/ 总权益比率 (%)	净現金	净現金	净現金	净現金	净現金	净現金
回報率 (%)						
資本回報率	38.7	(3.7)	13.9	8.1	11.7	13.5
資產回報率	(92.8)	7.1	4.8	5.6	8.0	9.2
每股数据						
每股盈利(人民币)	-	-	0.44	0.76	0.97	1.21
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	-	-	5.56	6.02	6.77	7.75

資料來源：公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去 12 個月之內為同程藝龍(780 HK) 提供過上市服務，煩請知悉。