

同程艺龙(780 HK)

FY18 延续强劲表现，期待自 OTA 向 ITA 蜕变

- ❖ **FY18 超预期。**如市场预期，同程艺龙在 FY18 保持强劲增长。受惠于 2018 年 MAU/MPU 达至 1.75 亿/2000 万的用户扩张（同比增长 45%/28%），公司收入增长至人民币 60.91 亿元，同比增长 17%，较之前预测/一致预期高出 1%/5%。调整后净利润同比增长 67%至 11.41 亿元，较之前预测/一致预期高出 4%/3%。
- ❖ **多样化的流量来源保证稳定的用户增长。**MAU 在 FY18 同比增长 44.6%至 1.75 亿（较之前预测高 2%），其中 80%来自腾讯渠道（来自腾讯的平台 MAU 在 FY16-18 实现 91%的复合年增长率）。在腾讯渠道中，微信钱包+小程序下拉栏/广告/分享和搜索界面占流量的 53%/35%/12%。我们预计其 FY19E 的 MAU 将达到 2.04 亿，在 FY18-20 的复合年增长率为 18%，主要是由于 1) 持续性营销投入以获得用户；2) 深入渗透到低线城市。由于算法优化和腾讯渠道流量占比提升，付费率仍有上升空间。根据阿拉丁指数，同程艺龙在 2019 年 1 月和 2 月的微信小程序榜单中排名前 2，经营指标健康稳健。
- ❖ **预计佣金率稳定，受竞争影响小。**GMV 在 FY18 同比增长 28.4%，与之前预测一致。报告层面显示的酒店收入下降或是市场一大疑虑，但其下降原因是携程与去哪儿的分销减少以及买断房业务的战略收缩。剔除这两个因素，调整后的酒店收入在 FY18 同比增长预计将超过 30%，我们预计其酒店收入在 FY19E 同比增速恢复至 32%。关于竞争，管理层表示由于竞争更多地集中在流量而非产品，因此预计其抽佣率将保持相对稳定。
- ❖ **管理层变动影响有限。**同程艺龙宣布江浩先生已辞去副主席兼总裁职务，并重新加入携程。我们认为该变动在意料之中，属于合并后的自然过渡。且此次管理层变动并不影响董事会席位变化，我们预计公司和携程之间的“竞合”关系将继续。
- ❖ **维持「买入」评级。**我们对此前财务预测基本维持不变，仅略微将目标价从 18.59 港元上调至 19.71 港元（基于同业比较），鉴于近期行业估值有所回升。新目标价相当于 22.4 倍的 FY19E 市盈率，与行业平均水平一致，但相较于携程，仍然有 30%的折让。短期公司股价或因获利回吐承压，但我们看好同程艺龙长期的 GMV 增长和利润率扩张。

财务资料

(年结: 12月31日)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	5,256	8,006	10,118	12,541
净利润(百万人民币)	916	1,572	2,019	2,510
EPS(人民币)	0.44	0.76	0.97	1.21
EPS变动(%)	NA	71.6	28.5	24.3
市盈率(x)	32.8	19.1	14.9	12.0
市帐率(x)	3.0	2.7	2.4	2.1
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	1.0
权益收益率(%)	13.9	8.1	11.7	13.5
净财务杠杆(%)	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司，招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$19.71
(过去目标价)	HK\$18.59
潜在升幅	+22.9%
当前股价	HK\$16.04

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

中国互联网行业

市值(百万港元)	35,092
3月平均流通量(百万港元)	36.94
52周内股价高/低(港元)	18.0/8.9
总股本(百万)	2,076.4

资料来源：彭博

股东结构

腾讯	22.9%
携程	22.4%
天程嘉华	8.0%

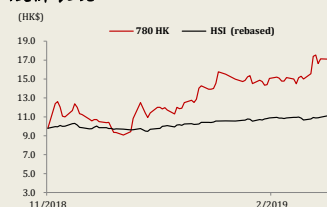
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.9%	14.6%
3-月	80.6%	57.8%
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股价表现



利润表

年结: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

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: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

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	(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
税	(3)	1	(67)	(199)	(317)	(418)
其他	1,927	(52)	(562)	(199)	(317)	(418)
经营活动所得现金净额	(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	-	-	-
投资活动所得现金净额	117	(542)	(1,400)	(200)	(200)	(200)
资本变化	-	-	1,240	-	-	-
净银行借贷	-	190	(20)	-	-	-
其他	(80)	(4)	260	-	-	-
融资活动所得现金净额	(80)	186	1,481	-	-	-
现金增加净额	(373)	364	2,441	855	2,121	2,866
现金及现金等价物受汇率变动的影响	2	(1)	1	-	-	-
年初现金及现金等价物	710	339	702	3,144	3,999	6,120
年末现金及现金等价物	339	702	3,144	3,999	6,120	8,985
资产负债表中的现金	339	702	3,144	3,999	6,120	8,985

资料来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)						
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
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
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
税前利率	(1.7)	3.9	11.4	14.6	18.4	19.6
有效税率	(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
资产负债比率						
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 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)						
资本回报率	38.7	(3.7)	13.9	8.1	11.7	13.5
资产回报率	(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)	-	-	-			

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为同程艺龙(780 HK) 提供过上市服务，烦请知悉。