



Tongcheng-Elong (0780. HK): Expect moderate tourism recovery

Hold

Initiation

We initiate coverage of Tongcheng-Elong with a Hold rating and target price at HK\$14. We are positive on the company in the long run based on its traffic support from Tencent, strong penetration in low-tier cities which will be the long-term growth driver, and healthy improvement in paying ratio and frequency. However, we believe near-term headwinds still exist as the post COVID-19 recovery is likely to be slower than expected due to lingering uncertainties, negative income effect and shortened holidays.

Dan Zhao (Internet Analyst)

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

Sharon Lam (Head of Research)

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

Table of Content

SPDBI Bull/Bear Scenarios	5
Well Positioned in Low-tier Cities with Great Potential	6
Low Acquisition Cost on Tencent Traffic.....	6
User Structure Favorable for Future Growth.....	10
Better Monetization on Improving Paying Ratio and Frequency	12
Expect Moderate Tourism Recovery	14
Tourism Industry, a Hard Hit from Pandemic	14
Recovery Likely Slower than Expected.....	15
Valuation Analysis and Forecast	20
Initiate with a Hold Rating and Target Price at HK\$14.0	20
Investment Risks	22
Financial Analysis and Forecast	23
Appendix	27
Company Background	27
China OTA Sector Overview	28
Online Transportation Ticketing.....	32
Online Accommodation Reservation	34
Shareholding Structure	35
Company Management.....	36
Financial Statements	37



Tongcheng-Elong (0780. HK): Expect moderate tourism recovery

We initiate coverage on Tongcheng-Elong (0780. HK) with a Hold rating and target price at HK\$14.0 (12% potential upside).

- Tongcheng-Elong is one of the leading OTA platforms in China, offering services including online transportation ticketing, hotel booking and others. The Company ranked 3rd in OTA industry with 12% market share in 2019. Tencent and Ctrip, as its two largest shareholders, provide traffic and travel-products support, respectively.
- Company is well positioned in low-tier cities, which provides long term growth driver.** We are positive on the company in the long run: 1) Backed by Tencent's traffic support, MAU reached over 200mn and is likely to grow at respectable rate; 2) With the help of WeChat mini program, nearly 85.6% of registered users came from non-first tier cities, a market that we see the biggest upside potential; and 3) We expect to see healthy improvement in paying ratio and frequency, further supporting monetization.
- Tourism recovery is likely to be slower than expected in the near term.** Tourism has been hard hit by the COVID-19 outbreak. Although the worst appears behind as domestic situation improves, we think the recovery will be gradual and slower than expected: 1) End of the pandemic is not yet bringing a full operation resumption. It will take some time to loosen restrictions and ease concerns; 2) "Post-pandemic" impact remains uncertain with weaker income expectations and shorter holidays; and 3) There may be some revenue erosions to OTA industry as self-driving tours are getting popular.
- Valuation:** We are positive on Tongcheng-Elong in the long run. As the company is well positioned in domestic market with lower exposure to outbound tourism, it is expected to recover earlier than its peers from COVID-19 impacts. However, due to the lingering uncertainties and the "post-pandemic" impacts on the tourism, we initiate with a Hold and HK\$14.0 TP (29x 2020E P/E and 15x 2021E P/E).
- Investment risks:** COVID-19 uncertainties; economic downturn; over-reliance on Tencent traffic; consumption stimulus vary across regions.

Figure 1: Key financials (2018-22E)

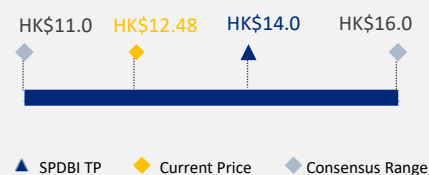
RMB mn	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	5,256	7,393	6,407	9,151	10,388
YoY growth	NA	40.7%	-13.3%	42.8%	13.5%
Adjusted net profit	1,416	1,544	950	1,812	2,201
Net profit margin	26.9%	20.9%	14.8%	19.8%	21.2%
Adjusted EPS	0.84	0.73	0.44	0.82	0.98
PE (x)	NA	16.9	25.5	13.7	11.5

E= SPDBI Estimates Source: Bloomberg, SPDBI

Hold (Initiation)

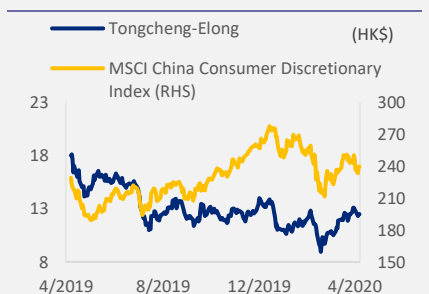
Target Price (HK\$)	14.0
Up/Downside	+12%
Current Price (HK\$)	12.48
52w price range (HK\$)	8.74-18.20
Mkt Cap (HK\$ bn)	27.85
Avg 90d trading value (HK\$ mn)	92.6

SPDBI Target Price vs. Consensus



Source: Factset, Bloomberg, SPDBI

Share price performance



Source: Bloomberg, SPDBI

财务报表分析与预测

利润表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,256	7,393	6,407	9,151	10,388
营业成本	(1,601)	(2,318)	(2,095)	(2,892)	(3,262)
毛利率%	69.5%	68.6%	67.3%	68.4%	68.6%
服务研发费用	(1,350)	(1,519)	(1,340)	(1,830)	(1,974)
服务研发费用率%	-25.7%	-20.5%	-20.9%	-20.0%	-19.0%
销售费用	(1,841)	(2,246)	(1,975)	(2,654)	(3,013)
销售费用率%	35.0%	30.4%	30.8%	29.0%	29.0%
管理费用	(935)	(625)	(600)	(732)	(779)
管理费用率%	17.8%	8.5%	9.4%	8.0%	7.5%
其他费用	160	175	-	-	-
营业利润	(311)	860	398	1,043	1,361
财务费用	10	35	44	80	110
财务费用率%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%
其他费用	903	(13)	-	-	-
税前利润	602	882	442	1,123	1,471
所得税	(67)	(195)	(92)	(191)	(250)
有效所得税率%	11.1%	22.1%	20.8%	17.0%	17.0%
税后利润	535	687	350	932	1,221
少数股东损益	5	(2)	-	-	-
归母净利润	530	688	350	932	1,221
净利润率%	10.1%	9.3%	5.5%	10.2%	11.8%

现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	602	882	442	1,123	1,471
少数股东损益					
非现金支出	117	153	175	185	215
非经营收益					
营运资金变动	1,680	(1)	17	919	442
经营现金流	2,361	1,696	542	2,037	1,878
资产	(337)	(301)	(100)	(300)	(300)
投资					
其他					
投资现金流	(1,400)	(2,955)	(100)	(300)	(300)
债权募资					
股权募资	1,627				
其他	(30)	(28)	60	(40)	(30)
融资现金流	1,481	373	60	(40)	(30)
现金净流量	2,441	(886)	502	1,697	1,548

资产负债表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3,144	2,271	2,773	4,470	6,018
应收款项	857	1,096	854	1,307	1,484
短期投资	2,831	4,541	4,541	4,541	4,541
其它流动资产	664	1,783	1,783	1,783	1,783
流动资产合计	7,497	9,691	9,952	12,101	13,826
长期投资	101	580	580	580	580
固定资产	934	1,102	1,027	1,141	1,226
无形资产	7,962	7,860	7,860	7,860	7,860
其他	297	250	250	250	250
非流动资产合计	9,294	9,792	9,716	9,831	9,916
资产总计	16,791	19,483	19,668	21,932	23,742
短期借款	20	107	150	120	100
应付账款	2,569	3,429	3,204	4,576	5,194
其他应付	1,800	1,947	1,947	1,947	1,947
其他流动负债	146	124	124	124	124
流动负债合计	4,534	5,606	5,424	6,766	7,365
长期借款	153	133	150	140	130
其它长期负债	577	593	593	593	593
非流动负债合计	729	726	743	733	723
负债总计	5,264	6,332	6,167	7,499	8,087
普通股股东权益	11,535	13,156	13,506	14,438	15,659
少数股东权益	(8)	(5)	(5)	(5)	(5)
负债和所有者权益合计	16,791	19,483	19,668	21,932	23,742

主要财务比率

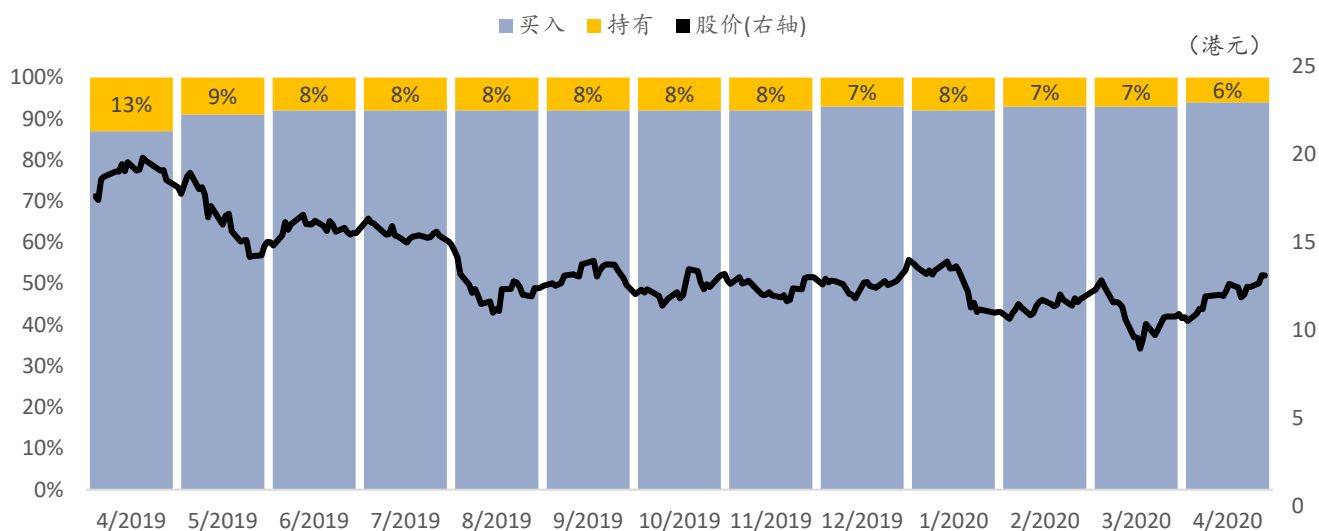
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	0.73	0.44	0.82	0.98
每股净资产	6.80	6.21	6.25	6.55	6.97
每股经营现金流	1.39	0.80	0.25	0.92	0.84
估值 (倍)					
调整后市盈率	15.1	17.3	28.7	15.3	12.9
P/B	1.9	2.0	2.0	1.9	1.8
P/S	4.1	3.6	4.2	3.0	2.7
EV/EBITDA					
盈利能力比率					
毛利率	69.5%	68.6%	67.3%	68.4%	68.6%
调整后经营利润率	5.0%	19.0%	11.2%	18.0%	19.8%
调整后净利率	26.9%	20.9%	14.8%	19.8%	21.2%
调整后ROE	12.3%	11.7%	7.0%	13.0%	14.6%
盈利增长					
营业收入增长率		41%	-13%	43%	14%
调整后营业利润		437%	-49%	129%	25%
调整后净利润		9%	-39%	91%	21%
偿债能力指标					
资产负债率	0.31	0.32	0.31	0.34	0.34
流动比率	1.65	1.73	1.83	1.79	1.88
现金比率	1.35	1.25	1.39	1.36	1.46

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2: 同程艺龙市场普遍预期



资料来源: FactSet、浦银国际

图表 3: 同程艺龙 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 17.4 港元

- 若疫情防控好于预期, 公司或在三季度恢复同比增长, 全年收入或超预期;
- 公司以境内游和低线城市为主, 复苏或提前;
- 公司有效成本管控, 利润或超预期

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 10.7 港元

- 若疫情防控不如预期, 公司或在四季度恢复同比增长, 全年收入或不及预期;
- 疫情导致经济衰退风险上升, 影响居民可支配收入水平, 公司的业务或受此影响;
- 竞争激烈导致收入不及预期

资料来源: 浦银国际预测

同程艺龙 (0780. HK): 静待“寒冬”消退

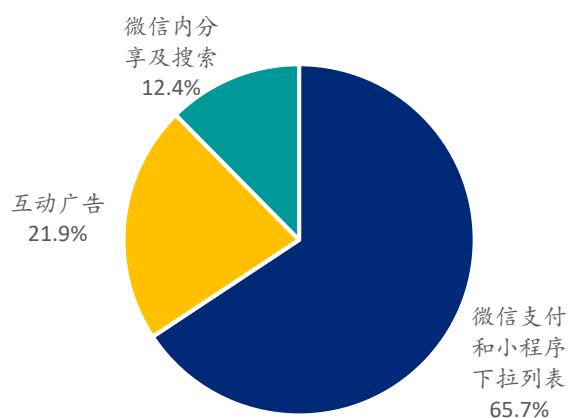
微信导流，抢占下沉市场红利

● 独有流量优势，助力低成本获客

腾讯作为同程艺龙大股东,开放微信和移动QQ进行流量支持,贡献公司84%的 MAU。根据 Trustdata 的 MAU 排行 (2019 年 6 月), 微信和 QQ 在国内 APP 中位列第一和第三。腾讯巨大流量的加持,对于同程艺龙的用户增长意义重大。

目前微信的导流入口主要包括:微信支付入口及小程序下拉列表;腾讯旗下平台投放的互动广告;微信内的搜索等等。其中,微信支付十二宫格中的“火车票机票”和“酒店”两个入口,都是由同程艺龙独家提供服务。

图表 4: 微信下不同途径 MAU 占比 (2019 年)



资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 5: 微信支付入口



资料来源: 微信 APP, 浦银国际

1. 腾讯流量加持下，MAU 位居行业第一。

截至 2019 年底，同程艺龙 MAU 为 2.06 亿，同比增长 18.5%，其中约 1.73 亿用户来自腾讯旗下平台，同比增长 22.7%。我们预计公司 MAU 在 2022 年将接近 3 亿，年均复合增长 13%，主要由于：

- 微信小程序用户数和用户活跃度仍在高速增长

根据阿拉丁数据，2019 年微信小程序人均访问次数同比提升 45%；DAU 同比增长 43%，达到 3.3 亿，同时，该机构预计 2020 年底将达到 4.5 亿，同比增长 36%。微信小程序用户数，是同程艺龙 MAU 持续增长的重要支撑。

- 同程艺龙在微信用户中的渗透率不到 15%，仍有很大提升空间

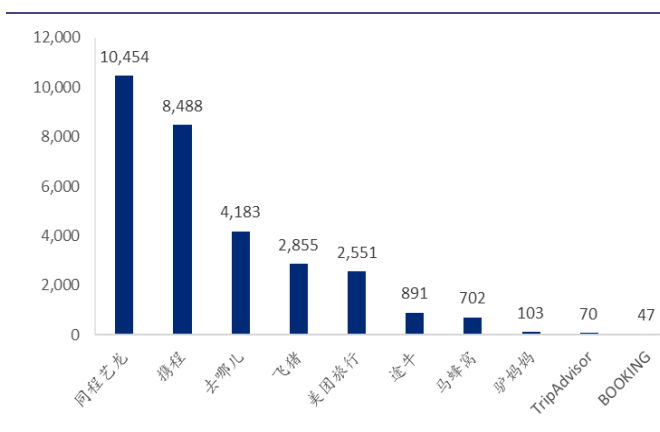
截至 2019 年底，微信 MAU 达到 11.6 亿，同程艺龙小程序用户占比不到 15%。同程艺龙提供一站式产品服务，通过微信体系内推广营销，尤其是社群互动等方式，将进一步挖掘新增用户。

图表 6: 微信和 QQ 位列第一和第三 (按 MAU)

排名	APP	类别	MAU(万)
1	微信	社交	109,563
2	支付宝	金融	68,344
3	QQ	社交	56,986
4	淘宝	电商	46,372
5	抖音	短视频	35,588

资料来源: Trustdata (2019 年 6 月)、浦银国际

图表 7: 同程艺龙 MAU 在 OTA 行业排名第一(万)



注: 包含小程序用户, 统计口径与公司公布口径存在一定差异

资料来源: Fastdata (2019 年 6 月)、浦银国际

2. 获客成本远低于同业。

由于公司绝大部分 MAU 来自于微信小程序，同程艺龙的用户获取成本远低于行业平均水平。目前，同程艺龙在微信平台的单付费用户的获客成本约为 10 元左右，而独立 APP 的获客约为 80 元左右，成本优势明显。

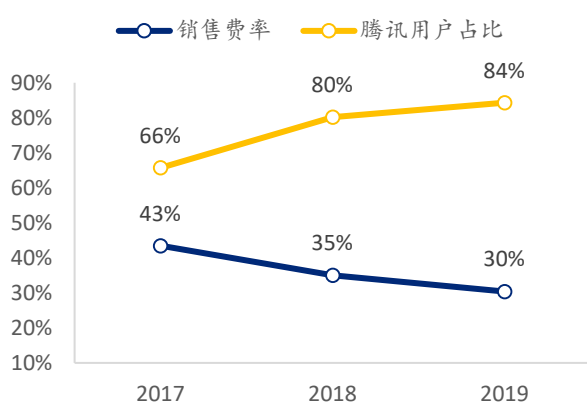
● 借助于低成本获客，销售费率逐年下降

同程艺龙 2016 年与腾讯开始流量合作协议，通过微信的流量红利，有效地节省了市场推广费用，销售费率从 2017 年的 43% 下降至 2019 年的 30%，主要由于腾讯贡献用户占比逐年上升，获客成本下降。

● 单用户销售费用远低于同业

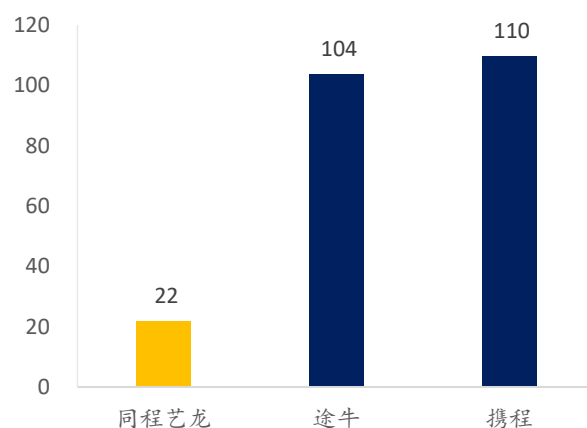
我们进一步测算了单用户的销售费用（包含拉新和维持老用户费用），以 Fastdata 在 2019 年 6 月统计的 MAU 作为统一口径。同程艺龙单用户销售费用为 22 元，远低于同业超过 100 元的水平。

图表 8: 同程艺龙销售费率逐年优化



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 9: 单用户销售费用比较 (元)



注：MAU 统一采用 Fastdata2019.06 数据
资料来源：公司财报，Fastdata，浦银国际

3. 我们认为，在第二阶段（2021-2026 年）同程艺龙仍会是腾讯在微信支付入口“住”、“行”服务提供方的首选。

根据同程艺龙披露资料，在 2016 年 8 月至 2021 年 7 月底前，同程艺龙都是微信及移动 QQ 的支付界面中“火车票机票”及“酒店”的独家运营方；之后至 2026 年 7 月 31 日，如果微信及移动 QQ 推出的交易平台涉及在线旅游产品，在同等条件下优先与同程艺龙合作。

市场或担心到 2021 年，腾讯是否会与同程艺龙达成流量续约。我们认为，同程艺龙仍会是腾讯在微信和移动 QQ 里“住”、“行”服务的首选，主要由于：

- 腾讯是公司第一大股东，视同程艺龙为在 OTA 领域的重要战略布局；
- 同程艺龙是微信小程序中的重要成员，对小程序生态意义重大。在 2019 年，腾讯小程序 GMV 达到 8000 亿，其中同程艺龙贡献约 16%，也为腾讯带来支付和广告收益；
- 同程艺龙优于其他备选方案。从替代者角度而言，目前腾讯在泛 OTA 领域的主要投资布局中，除了同程艺龙，只有美团（腾讯持股比例~20%），但后者主要覆盖酒店业务。目前，美团在微信支付的十二宫格中，也占据两个入口，分别为“外卖”和“吃喝玩乐”（大众点评）。其中，“吃喝玩乐”中包括了酒店业务入口。我们认为，腾讯为美团的酒店业务单独设立入口的可能性不大。

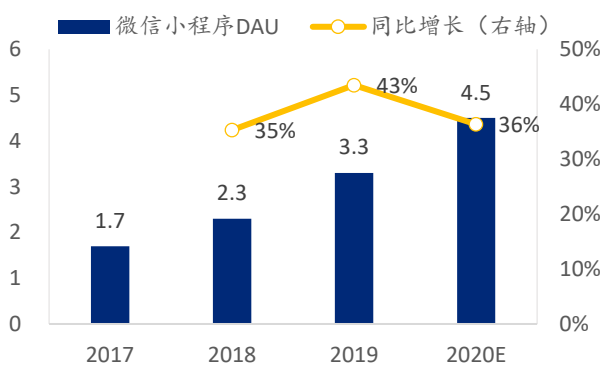
● 下沉市场布局领先同业，用户结构利于未来增长

1. 低线城市渗透率低，仍有很大增长空间。

目前在线旅游在低线市场的渗透率还处于较低水平，只有 20%左右，低于整体的 40%渗透率（CNNIC）。随着移动互联网的快速普及，高铁覆盖以及城镇化的继续推进，低线城市用户的互联网消费潜力将得到进一步释放。下沉市场是整个互联网行业重点关注区域。对于多个互联网细分行业，约有超过 60% 的新增用户来自于低线城市，在线旅游也不例外，下沉市场流量红利成为 OTA 争夺的焦点。

根据 Fastdata 数据（2019 年 6 月）显示，来自三线及四线城市的在线旅游的 MAU 增速分别为 76.9%和 78.3%，远高于一、二线城市用户增速，已经成为重要的增量市场。

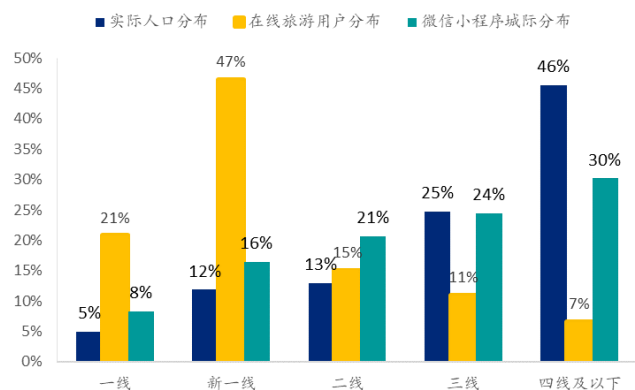
图表 10: 微信小程序 DAU (亿) 保持高速增长



E=阿拉丁预测

资料来源：阿拉丁、浦银国际

图表 11: 用户城际分布



资料来源：统计局，阿拉丁、易观，浦银国际

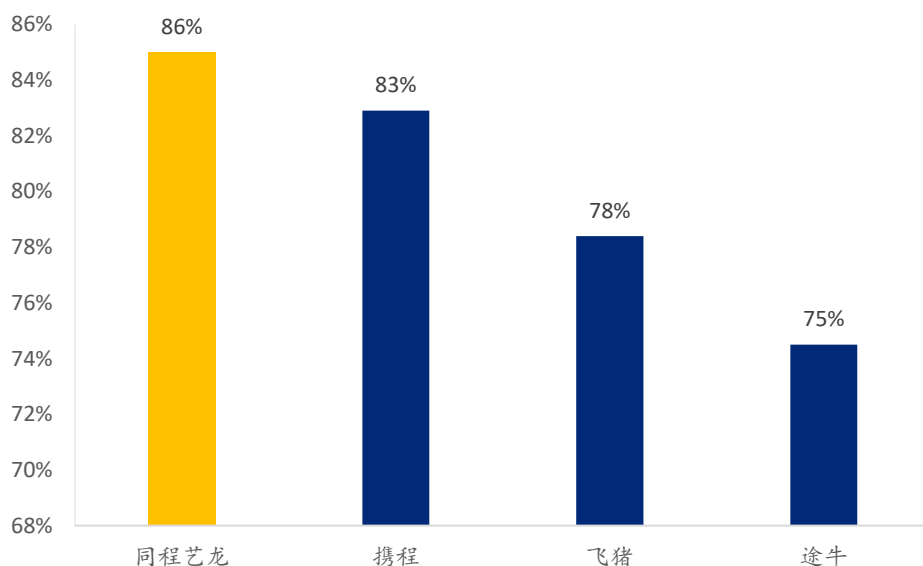
2. 小程序助力，同程艺龙在下沉市场布局中领先于同业。

微信小程序的非一线城市用户的占比为 92%，小程序即走即用，免安装，不占内存，在低线城市用户中更受欢迎。截至 2019 年底，同程艺龙在中国非一线城市的注册用户比例约 85.6%，高于同业，主要得益于小程序的推广。其中，约 62.4% 的新增付费微信用户来自三线或以下城市。

小程序可以对低线用户进行有效触达。目前，我国三线及以下城市人口约 10 亿，占我国总人口的 70%，而在线旅游用户中，三线及以下城市人口占比合计不到 20%，渗透率有极大上升空间。微信小程序的用户分布来看，三线及以下占比为 54%，借助小程序，同程艺龙可以对低线城市进行有效的覆盖和触达。

以低线为主的 用户结构，为未来增长提供支撑。低线城市渗透一直是同程艺龙的战略重点，公司不仅依靠线上小程序覆盖，还通过与酒店、景区合作进行线下地推，加速低线城市的在线渗透。此外，公司针对非一线城市用户特点，挖掘用户的不同场景需求，探索本地化营销。同程艺龙预计 5 年内将低线城市的渗透率从 20% 提升至 50%。下沉市场正在成为在线旅游行业新的增长点，同程艺龙以低线城市为主的 用户结构也将有利于未来的增长。

图表 12: 非一线城市用户占比高于同业



注：同程艺龙包含小程序用户

资料来源：MobTech、浦银国际

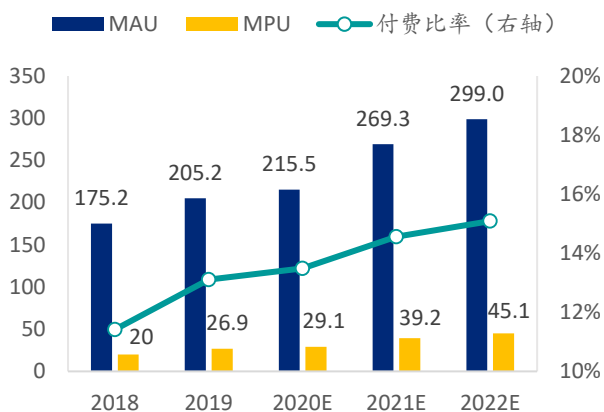
● 付费率及复购率改善，带动盈利能力提升

1. 付费转化率或稳步提升

截至 2019 年底，同程艺龙 MPU 达到 2690 万人，同比增长 34.5%，超过 MAU 增速（17.1%），付费率从 2018 年的 11.4% 提升至 13.1%。我们预计，2022 年 MPU 将达到 4600 万，年均复合增长 19%；付费率将继续稳步提升，在 2022 年超过 15%，主要由于：

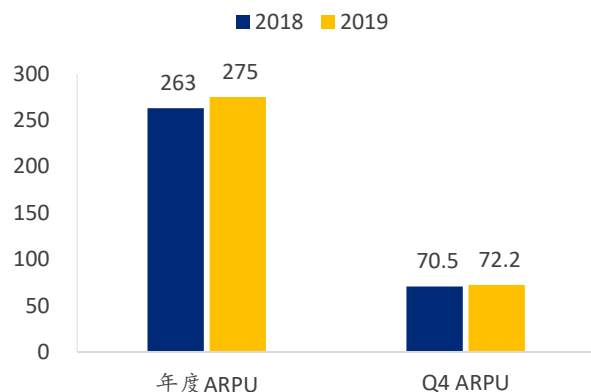
- 相对于同业的+20%的付费转化率，同程艺龙仍有提升空间。目前，微信支付用户和活跃度仍在不断提升。2019 年微信小程序日均交易笔数同比翻倍，小程序内交易习惯正逐渐形成；
- 公司业务不断整合，提供一站式的旅游产品服务，可以满足不同用户的长尾需求，优化用户体验。

图表 13: 付费用户（百万）



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 14: ARPU 略有增长



资料来源：公司财报、浦银国际测算

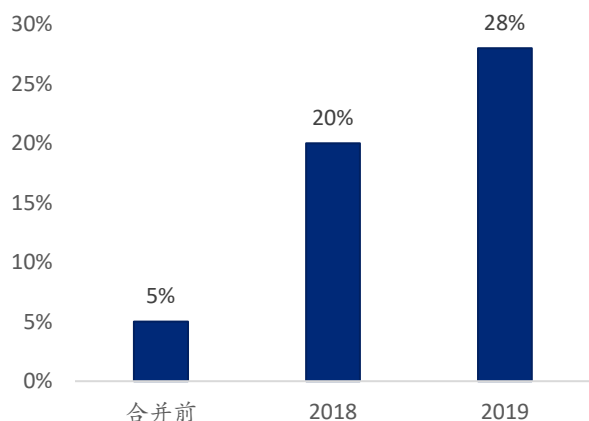
2. 交叉销售和会员体系提高复购率

协同效应逐渐释放，交叉销售率不断提升。截至 2019 年底，交叉销售率提升至 28%（2018 年底约 20%）。交叉销售率的提升，一方面可以提高用户复购率以及深度挖掘单用户价值，另一方面，交叉导流也有助于节省营销开支。

此外，公司单次旅行的交叉销售率约为 8%，环比提升 2 个百分点，预计未来单季度或提升约 1 个百分点（不考虑疫情影响）。

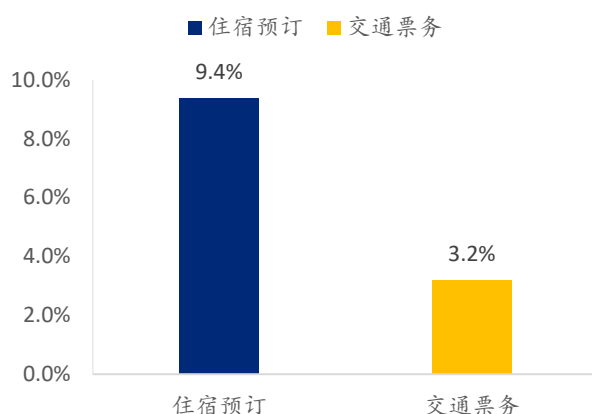
高频的交通票务向低频的酒店业务导流，收入结构有望改善。交通票务，对于住宿和度假产品而言相对高频，且作为旅行的起点，承担流量入口。机票和火车票的在线渗透已分别超过 80%和 70%，而住宿的渗透率仍较低，约 40%。变现率方面，交通票务整体变现率约为 3%，低于住宿业务的 9%的水平。在线交通作为重要入口，为住宿、度假等变现率较高但渗透率较低的领域导流，有利于公司收入结构的改善。

图表 15: 交叉销售率持续提升



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 16: 住宿和交通业务变现率对比 (2019 年)



注：变现率未扣除承担存货风险占比
资料来源：公司财报、浦银国际

“黑鲸会员”有助于提高用户粘性。“黑鲸会员”是同程艺龙顾客忠诚计划的重要组成部分，于 2019 年初推出，目前会员数约 50 万。“黑鲸会员”可享受 12 个月腾讯视频 VIP、火车票、机票、酒店、景点门票等 20 项权益，包含出行立减权益以及贵宾厅、快速安检、机场泊车等多项增值服务权益。“黑鲸会员”复购频次约是非会员的四倍，会员制的推出将有助于进一步提高用户的粘性和平台复购率。

图表 17: 付费会员产品“黑鲸会员”提供丰富的增值服务



资料来源：微信小程序、浦银国际

旅游业复苏或缓于预期

受疫情影响，市场普遍下调公司 2020 年收入预测，Bloomberg 普遍预期公司全年收入为 67.6 亿人民币，同比下滑 8.5%。我们认为市场预期仍偏乐观，主要基于整个旅游行业复苏进度或慢于预期。我们预计 2020 年全年收入为 64.1 亿，较 Bloomberg 普遍预期低 5.3%。

我们认为公司 2020 年营收呈渐进式复苏，预计公司在第四季度可以恢复同比增长。我们预测，今年四个季度的营收同比增速分别为-45%、-21%、-5%和 12%。

● 疫情冲击下，旅游业遭遇寒冬

行业影响：

● 中国旅游研究院预测国内全年旅游收入下降 21%

由于新型冠状病毒肺炎疫情的影响，中国的旅游行业受到严重冲击。中国旅游研究院 2 月 20 日曾发表预测，今年一季度国内旅游人次和国内旅游收入分别下降 56%和 69%；全年来看，国内旅游人次和国内旅游收入分别下滑 16%和 21%。

● 旅游绿皮书谨慎乐观预测全年旅游收入下降 33.4%

4 月 21 日，中国社科院财经战略研究院、中国社会科学院旅游研究中心及社会科学文献出版社共同发布《旅游绿皮书：2019—2020 年中国旅游发展分析与预测》，在谨慎乐观预测下（假设国内疫情 4 月底基本结束，最迟 5 月上旬彻底结束），2020 年中国旅游总人次 42.85 亿人次，同比下降 29.29%，旅游总收入下降 33.4%；在谨慎预测下（假设国内疫情 5 月底基本结束，最迟 6 月上旬彻底结束），2020 年中国旅游总人次 39.41 亿人次，同比下降 34.97%，旅游总收入下降 39.8%。

图表 18: 2020 年国内旅游收入影响预测

	中国旅游研究院	中国社会科学院（谨慎乐观）	中国社会科学院（谨慎）
预测时间	2020.02.20	2020.04.21	2020.04.21
中国旅游人数	-15.5%	-29.3%	-35.0%
中国旅游收入	-20.6%	-33.4%	-39.8%

注：中国旅游研究院预测为国内旅游人次和国内旅游收入
资料来源：中国旅游研究院、中国社会科学院、浦银国际

公司影响:

- 受疫情影响，同程艺龙预计今年一季度收入同比下降 42%-47%，轻于整个旅游行业受损程度（69%）。公司以覆盖低线城市为主，而低线城市人口跨区流动相对较弱，输入型病例风险对低线城市整体影响较小。与同业相比，公司业务有望较早恢复。
- 同程艺龙出境游占比不到 5%，受海外疫情影响有限。进入三月份，海外疫情开始暴发，公司收入主要来自境内游，受海外疫情影响有限。

● 旅游业或呈渐进式复苏

旅游业恢复进度仍不乐观。随着国内疫情得到基本控制，我国旅游业开始回暖，但从几个节假日的数据来看，整体复苏进度仍不乐观。根据中国旅游研究院统计，今年清明假日期间，全国国内旅游接待总人数为 4325 万人次，同比减少 61.4%；实现旅游收入 82.6 亿，同比减少 80.7%。对于五一黄金周假期，中国旅游研究院预计，旅游人次和旅游收入或同比下降 40% 和 60%。

图表 19: 2020 年国内旅游收入影响预测

	旅游人次	旅游收入
清明节假期	-61%	-81%
五一假期（预测）	-40%	-60%

注：中国旅游研究院预测为国内旅游人次和国内旅游收入
资料来源：中国旅游研究院，中国社会科学院，浦银国际

我们认为疫情结束后，旅游业不会短时期内出现“非典”过后的“报复性反弹”，旅游业将呈渐进式复苏，主要由于此次新管肺炎疫情影响程度，无论在感染人数和波及范围方面，要远超过非典。

1. 疫情结束并不等于旅游业完全放开

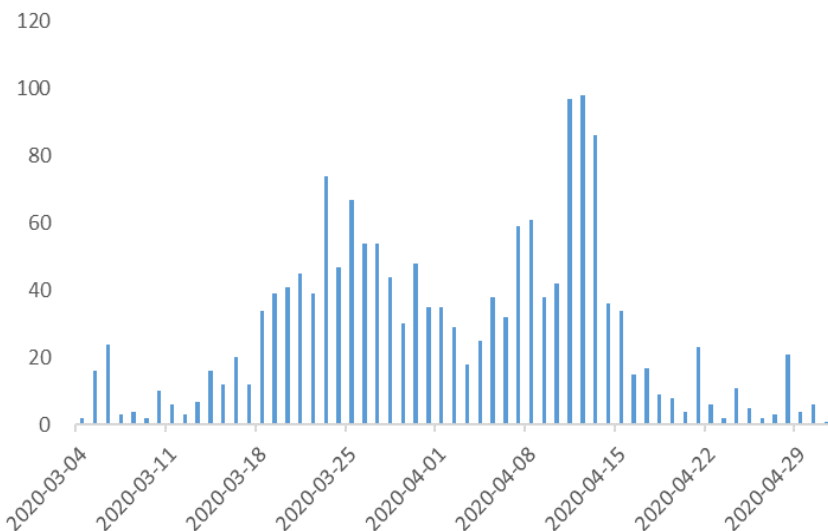
- 疫情得到基本控制，政策放开仍需时日。

进入三月份，国内疫情缓和，多省市陆续解封，旅游市场开始复苏。但海外疫情的暴发，令输入型风险加大，部分省份采取的跨省隔离政策延续到四月份，严重影响人们出行意愿。

进入四月下旬，输入型新增病例回落至个位数，截至 4 月 30 日，全国已无高风险地区，对于大部分省份，个人可凭健康码跨省出行。

但疫情的结束并不意味着旅游行业的全面恢复，旅游政策的全面放开或仍需时日。目前团体出行尚未放开，景区接待游客量仍受到政策限制。

图表 20: 我国输入型病例每日新增



资料来源: Wind、浦银国际

跨省跨境旅游团暂不恢复。4月7日，中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组印发《关于在有效防控疫情的同时积极有序推进复工复产的指导意见》指出，全国性文体活动及跨省跨境旅游等暂不恢复。此要求主要限制跨省跟团游等，自由行并没有明令禁止跨省。同程艺龙以自助出行为主，受此影响有限。

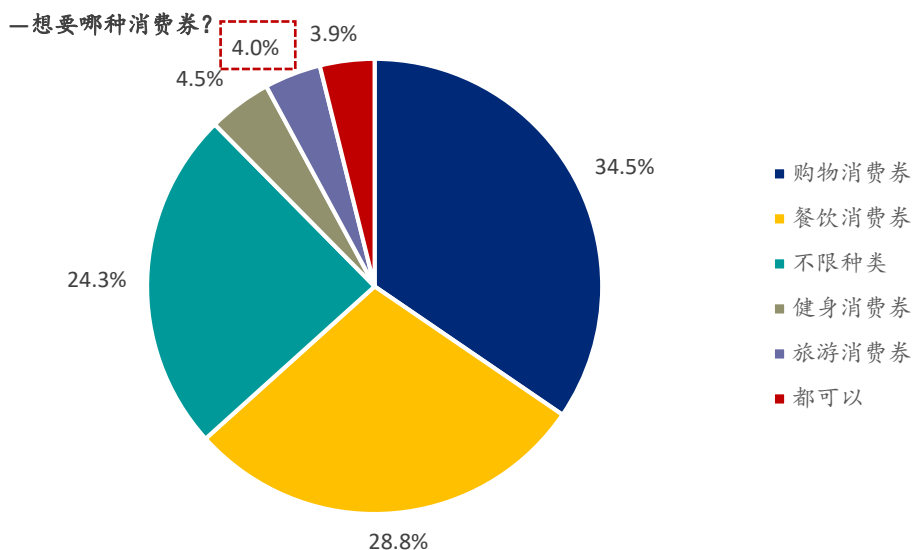
旅游景区限流最高 30%。4月13日，文化和旅游部、国家卫生健康委日前联合印发《关于做好旅游景区疫情防控和安全有序开放工作的通知》明确，疫情防控期间，旅游景区只开放室外区域，室内场所暂不开放，接待游客量不得超过核定最大承载量的 30%。

● **居民在心理上对“安全”问题仍存担忧，持观望态度。**

随着疫情得到基本控制，居民外出旅游的需求有待释放，但不少消费者仍持观望状态。在线旅游平台数据显示，用户出行预订窗口期逐渐缩短，也正是对于外部环境不确定性的担忧。

旅游消费并非首选。自三月中旬以来，国内多省市通过发放电子消费券来刺激本地消费。21世纪经济报道针对消费券类型进行网络调研，截至4月15日，在1.4万人投票中，将旅游消费作为首选的比例仅为 4.0%，远落后于购物消费券 34.5%和餐饮消费券 28.8%，仍对“安全”问题有所顾虑。

图表 21: 消费券问卷调查 (截至 2020.04.15)



资料来源: 21 世纪经济报道、浦银国际

2. “后疫情”影响有待消化: 收入预期下降, 假期缩短

● 疫情导致经济增速放缓, 或影响旅游消费支出。

疫情期间, 整个社会经济停摆, 实体经济受到极大冲击; 海外疫情暴发引发全球经济衰退风险上升, 我国国际化程度较高的行业也会受到拖累, 如外贸等行业。中国一季度 GDP 同比下滑 6.8%, 居民人均可支配收入 8561 元, 同比名义增长 0.8%, 扣除价格因素实际下降 3.9%。

我们之前的主题研究报告《[系好安全带: 全球衰退下的危机与机遇](#)》就曾提出: “然而, 在这两个季度的需求中断下, 并非所有企业都能生存下来。那些竞争力弱、现金流不佳的公司将遭受巨大考验, 破产率会上升。对消费的冲击将不仅仅是来自疫情, 还会受到来自负财富效应 (资产价格下降) 和负收入效应 (失业上升) 的影响, 这会拖慢疫情结束后的复苏进程。在我们的基本情形假设下, U 型复苏将会出现。”

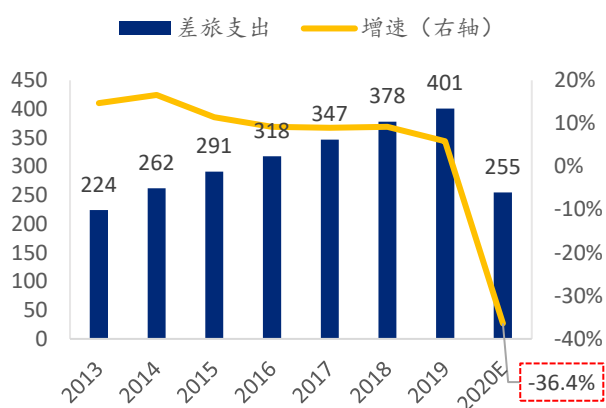
对于企业而言, 经济放缓将影响差旅开支。携程商旅预计, 2020 年受疫情影响, 中国差旅支出或同比下滑 36%。此外, 远程办公在疫情期间的暴发为差旅提供了备选方案, 也将减少一些非必要差旅。

对于个人而言, 国内经济放缓的前提下, 旅游行业作为非刚需消费, 相关支出也会受到影响。直接失业与间接的隐性失业都会导致家庭收入或预期收入的下降, 旅游作为非刚需消费, 会受到抑制。

目前, 同程艺龙的用户分布大致如下: 商旅出行占 50%; 休闲旅游占

35%左右；返工占 15%。其中，休闲旅游的出行受影响更为严重。

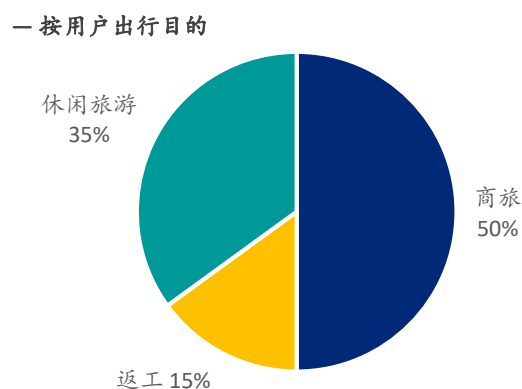
图表 22: 中国差旅支出(十亿美元)同比下滑 36.5%



E=携程商旅预测

资料来源: 携程商旅、浦银国际

图表 23: 同程艺龙用户分布



资料来源: 公司资料、浦银国际

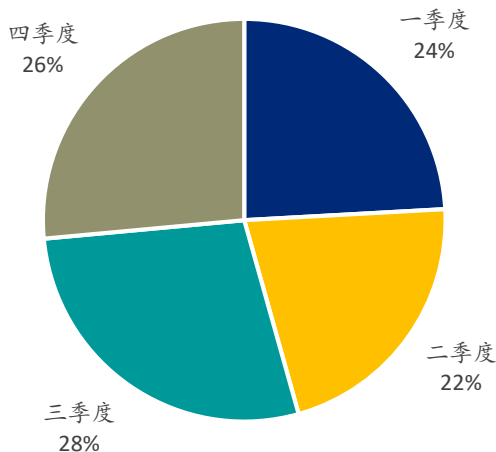
● **延迟复工复学，假期缩短或影响旅游旺季收入。**

疫情期间，延迟复工复学，全国居民 2020 年出行计划或需重新调整。尤其是复学时间受到极大影响，截至四月中旬，除高三和初三毕业班外，仍有多个省份尚未开学。

3 月 13 日，教育厅关于“是否占用周末或暑假的时间补课”，回应“每个地方、每个学校可能都是不一样的，地方应根据实际情况认真研判。”四川、广东、山东、陕西等地明确中小学因延迟开学耽误的教学时间，可通过调整周末和暑期等方式补齐。目前多个省份宣布中小学放假时间：湖南长沙小学 7 月 17 日放假，中学 7 月 24 日放假；海南地区规定小学 7 月 31 日放假，中学 8 月 10 日放假；江苏南京中小学 7 月 18 日放假。各地暑假有不同程度缩减，以甘肃兰州为例，暑假时间约缩短十天左右。

三季度通常是旅游旺季，主要由于学生暑假出行以及十一黄金周预订。根据同程艺龙 2019 年收入来看，三季度约贡献全年收入的 28%，高于其他季度。学生暑期的缩短，或影响旅游业旺季收入。

图表 24: 同程艺龙 2019 年各季度收入占比



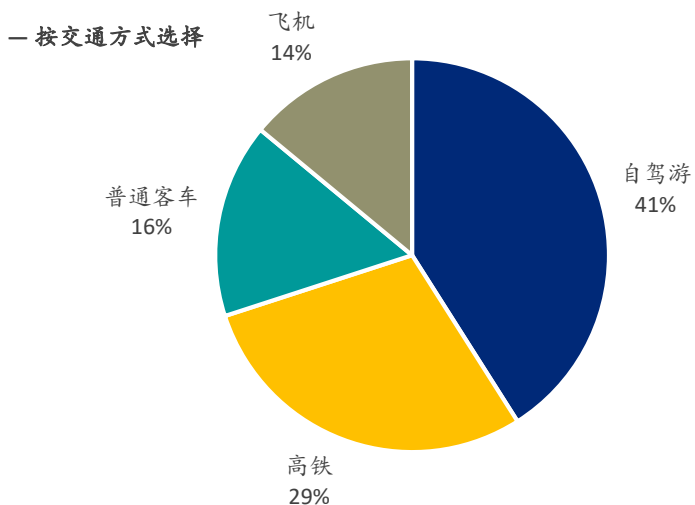
资料来源: 公司财报、浦银国际

3. 周边自驾游兴起，一定程度上侵蚀 OTA 行业收入。

旅游业从复苏的顺序来看，首先会是周边游，然后是境内游，最后是跨境游。由于居民对“公共环境”仍有担忧，周边自驾游受到追捧。中国旅游研究院进行的“国人疫情后旅游意愿”调查结果显示，在交通方式选择方面，自驾游比例最高，达 41%；其后是高铁 29%，普通客车 16%，飞机 14%。

周边自驾游的兴起，由于避开了公共交通选择，将对 OTA 的交通票务收入产生一定影响。此外，在市场复苏阶段，消费者对外出住宿仍有戒备，早期无住宿周边游或将率先复苏，然后逐步过渡到有住宿周边游。

图表 25: 疫情后旅游意愿调查-交通方式选择



资料来源: 中国旅游研究院、浦银国际

估值分析与预测

● 首予“持有”评级，目标价 14.0 港元

我们采用市盈率方法，对公司进行估值分析。我们预测，公司 2020 年和 2021 年的调整后的每股净利润为 0.44 和 0.82。我们给予“持有”评级，我们的 12 个月目标价为 14.0 港元，对应 29x/15x 2020E 和 2021E 市盈率，较携程的 2021 年市盈率有 20% 的折让。

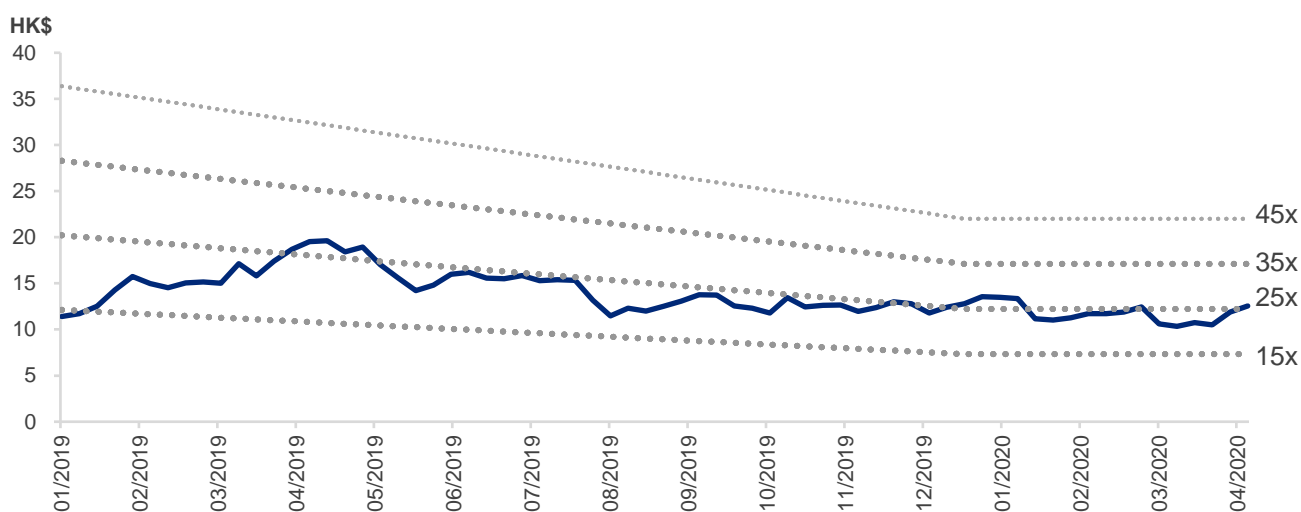
图表 26: 可比公司 (按市值)

货币	股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易所货币)	P/E(市盈率)				P/S
					2018A	2019A	2020E	2021E	
HK	3690HK	美团	81,176	108.00	NA	NA	NA	41.1	5.4
US	TCOMUS	携程	14,388	24.26	23.0	18.4	NA	19.3	4.1
HK	780HK	同程艺龙	3,428	12.48	22.6	16.2	22.9	12.2	3.7
US	TOURUS	途牛	97	0.75	NA	NA	NA	NA	NA
平均					22.8	17.3	22.9	24.2	4.4
US	BKNGUS	Booking	56,439	1,378.91	16.2	14.3	37.7	15.0	6.6
US	EXPEUS	Expedia	9,012	64.38	11.9	11.1	NA	14.7	1.3
US	TRIPUS	TripAdvisor	2,426	18.09	10.7	10.5	NA	15.9	2.8
平均					12.9	12.0	37.7	15.2	3.6
总平均					16.9	14.1	30.3	19.7	4.0

注: E= 同程艺龙 PE 基于浦银国际预测; 其他公司 PE 来自 Bloomberg; NA 代表公司亏损, 市盈率不适用或市盈率大于 100

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 27: 同程艺龙动态市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

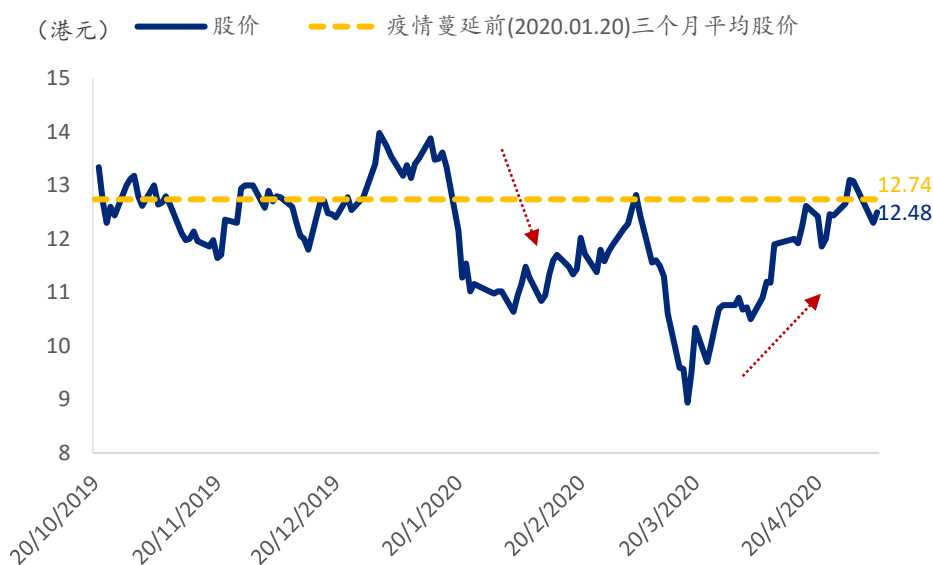
1. 目前市盈率处于合理水平

同程艺龙于2018年底在港股上市。上市后，作为港股市场OTA第一股和小程序第一股，股价飙升，在2019年4月，达到最高价20港元；之后股价有所回落。动态市盈率基本维持在25x上下浮动，公司当前股价对应25.6x 2020年市盈率，我们认为处于合理估值范围。

2. 股价已恢复至疫情前水平

自疫情暴发至今，公司股价呈“W”走势。今年1月20日起，全国疫情升级，公司股价受此影响出现下跌，后受旅游市场复苏预期影响，股价波动。目前，股价水平已从底部（3月19日）反弹40%，接近于疫情前（1月20日）三个月的平均股价，股价已经提前反映市场复苏预期。

图表 28: 同程艺龙股价已反弹至疫情前水平



资料来源: Bloomberg、浦银国际

投资风险

- 疫情发展不确定性，将影响公司收入的恢复进度；
- 宏观经济增速放缓，或影响居民可支配收入，进而影响旅游的消费支出；
- 政府刺激消费力度，将影响旅游行业的复苏程度；
- 低线酒店行业竞争激烈，或影响公司的盈利水平。

财务分析及预测

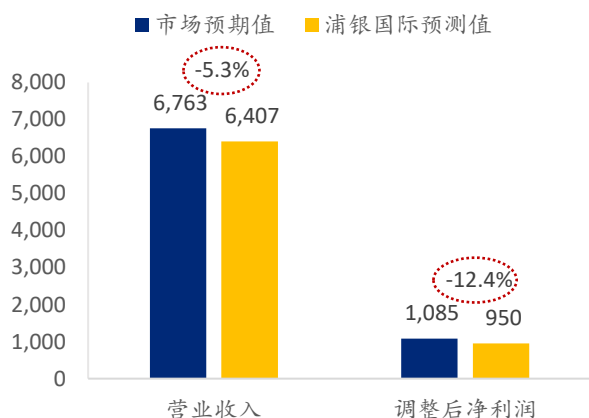
从收入来看，同程艺龙 2019 全年收入同比增长 21%（按合并口径），达到 73.9 亿，主要得益于 GMV 的增长。利润方面，2019 年调整后净利润为 15.4 亿，同比增 35.4%，调整后净利率 21%。

1. 我们预测 2020 年收入同比下降 13.3%，低于 Bloomberg 普遍预期 5.3%。

受疫情影响，我们预测 2020 年收入为 6.41 亿元人民币，同比下降 13.3%，较市场一致性预期低 5.3%（Bloomberg 普遍预期 2020 年收入为 6.76 亿，同比下降 8.5%），主要基于对旅游行业复苏进度的担忧。

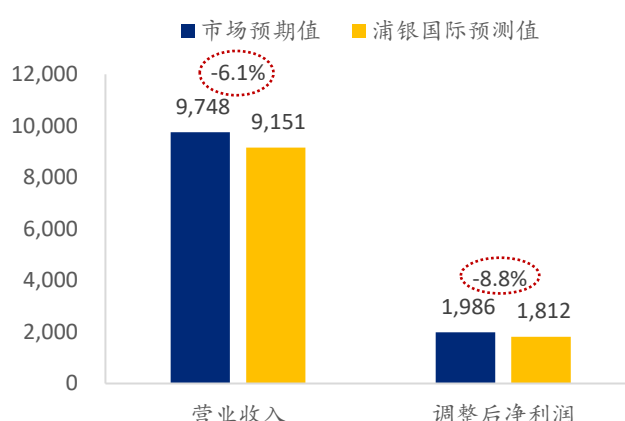
由于 2020 年预测收入基数低，我们的 2021 年预测收入 91.5 亿，也较 Bloomberg 普遍预期低 6.1%。

图表 29: 2020 年收入及调整后净利润 SPDBI 预测 vs 市场预期 (人民币百万)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 30: 2021 年收入及调整后净利润 SPDBI 预测 vs 市场预期 (人民币百万)

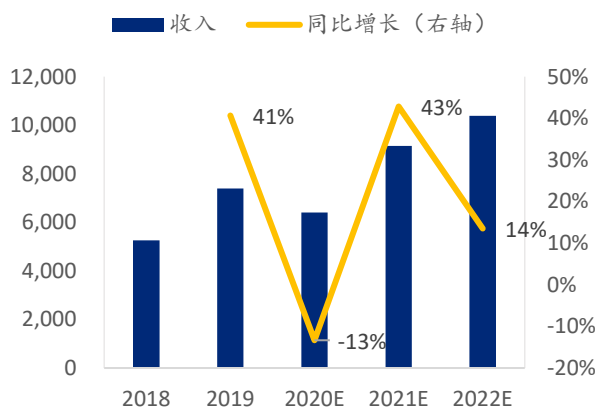


资料来源: Bloomberg、浦银国际

2. 我们预计公司收入增速呈“V”形反弹，三年 CAGR 为 12%。

由于低基数，我们预测 2021 年公司收入增速将大幅反弹，同比增长 42.8%，收入增速呈“V”形。2022 年收入增速预计放缓至 13.5%，三年年均复合增长率为 12%。

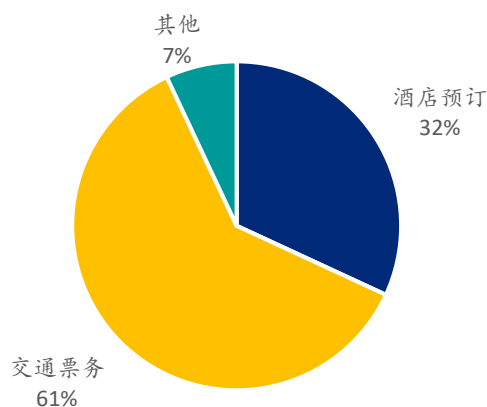
图表 31: 收入预测 (百万)



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

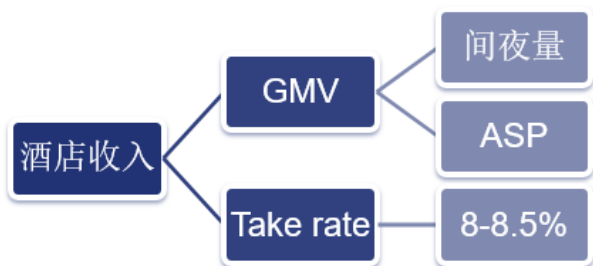
图表 32: 公司收入结构



资料来源: 公司财报、浦银国际

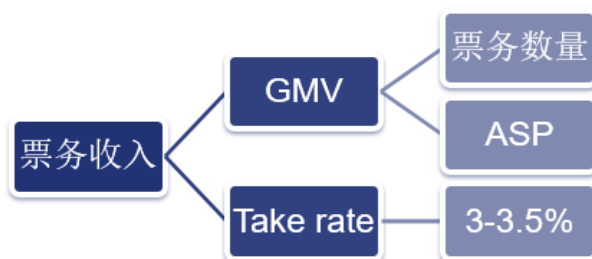
分部收入来看，在线交通业务三年年均复合增长率为 9%，主要受益于 GMV 增长的推动，变现率短期内仍维持在 3~3.5%。在线住宿受益于低线酒店的驱动，年均复合增长 12%，变现率维持在 8~8.5%；其他业务年均复合增长 28%。

图表 33: 在线酒店预订收入模式



资料来源: 浦银国际

图表 34: 在线交通票务收入模式



资料来源: 浦银国际

图表 35: 盈利预测

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
酒店预订					
收入	1830	2358	1949	2878	3490
同比增长	-22.5%	28.8%	-17.4%	47.7%	21.3%
GMV	21,407	25,124	21,225	30,777	36,932
同比增长	-4.0%	17.4%	-15.5%	45.0%	20.0%
变现率	8.6%	9.4%	9.2%	9.4%	9.5%
交通票务					
收入	3,233	4,518	3,863	5,380	5,826
同比增长		39.8%	-14.5%	39.3%	8.3%
GMV	110,094	140,976	122,610	165,523	182,076
同比增长	37.6%	28.1%	-13.0%	35.0%	10.0%
变现率	2.9%	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%
其他					
收入	193	517	595	893	1,072
同比增长	101.5%	168.3%	15.1%	50.0%	20.0%
总收入	5,256	7,393	6,407	9,151	10,388
同比增长	108.7%	40.7%	-13.3%	42.8%	13.5%
合计 GMV	131,500	166,100	143,835	196,300	219,008
同比增长	28.5%	26.3%	-13.4%	36.5%	11.6%
综合变现率	4.0%	4.5%	4.5%	4.7%	4.7%
MAU	175	205	215	269	299
同比增长	44.6%	17.1%	5.0%	25.0%	11.0%
MPU	20	27	29	39	45
同比增长	28.2%	34.5%	8.0%	35.0%	15.0%
付费转化率	11.4%	13.1%	13.5%	14.6%	15.1%

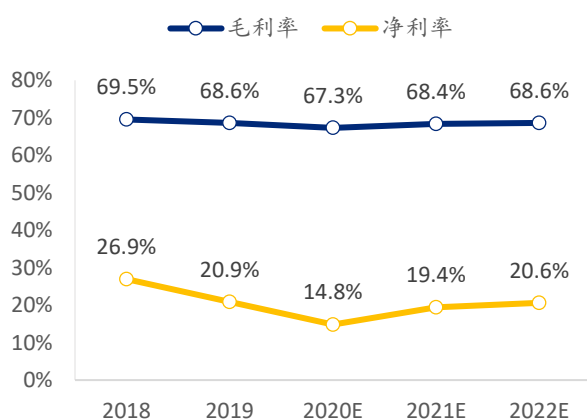
E=浦银国际预测；变现率未扣除承担存货风险占比

资料来源：公司财报、浦银国际

3. 毛利率和净利率在 2020 年有所下滑，2021 年逐步恢复

利润率方面，2019 财年毛利率为 68.6%，调整后净利率为 20.9%。2020 年因受疫情影响，毛利率和净利率都会因收入下降而有所下滑，我们预计毛利率和净利率分别下降 1.3 和 6.1 个百分点。我们认为，公司的利润率在 2021 年逐步恢复到疫情前的水平。

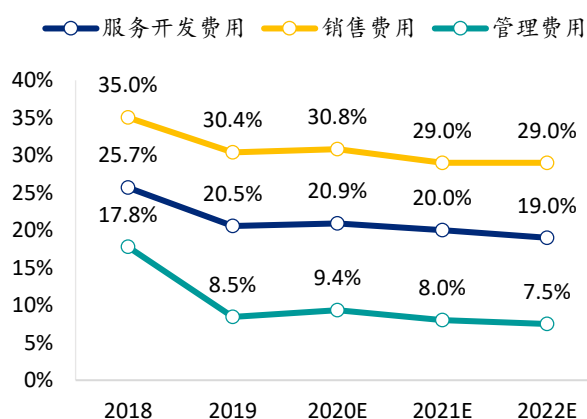
图表 36: 毛利率和利润率



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 37: 三大费率



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

我们预计 2020-2022 年，公司调整后净利润分别为 9.5 亿、18.1 亿和 22.0 亿人民币，三年年均复合增长率为 12.5%。

附录

● 公司简介

同程艺龙是我国领先的在线旅游平台，提供包括交通、住宿预订、度假旅游产品等增值服务。公司是在 2017 年 12 月由同程和艺龙合并而成，合并之后，双方优势互补，同程主要提供交通票务服务，艺龙提供在线住宿预订业务。根据 Fastdata 统计，同程艺龙在 OTA 市场份额为 12.1%，位居行业第三。

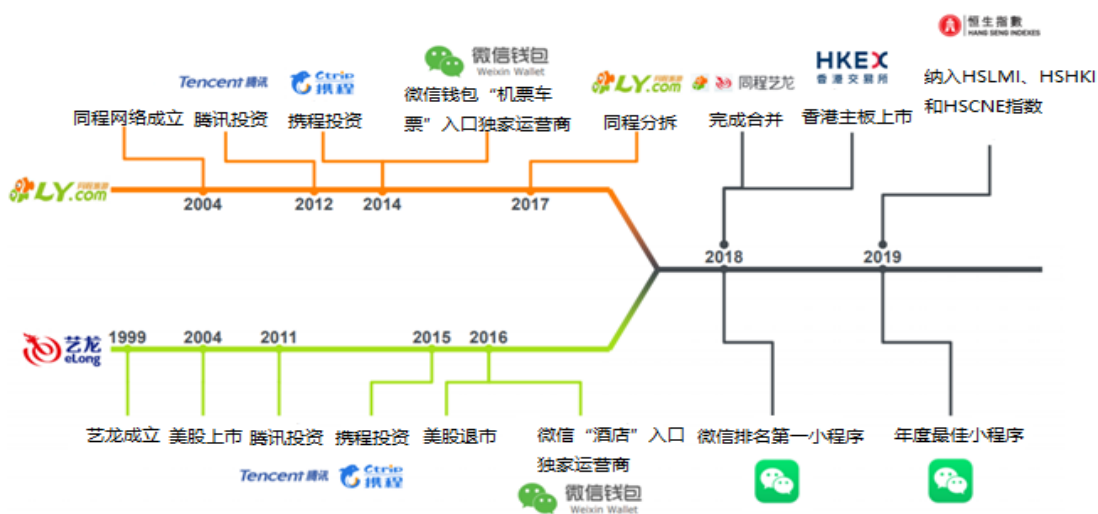
腾讯是公司第一股东，持有同程艺龙 22.4% 股份；携程持股占比 21.8%，为第二大股东。两家分别在流量端和产品端方面给予同程艺龙支持。由于背靠微信巨大流量红利，同程艺龙 MAU 数量位居 OTA 行业第一。

截至 2019 年 9 月 30 日，同程艺龙的在线平台提供超过 6800 条国内航线及超过 140 万条国际航线；住宿方面，该公司能够为客户提供超过 200 万家酒店及非标住宿选择；旅游景点服务方面，同程艺龙提供约 34.6 万条汽车线路、超过 500 条渡轮线路及约 8000 个国内旅游景点门票服务。

2019 年，同程艺龙的住宿、票务及其他服务的业务占比分别为 32%、61% 及 7%。交通票务是公司第一收入来源。

同程艺龙上市之初提出从 OTA 向 ITA（Intelligent Travel Assistant）转型，借助大数据和人工智能，进一步优化用户体验和提升自身运营效率。在智能交通领域，同程艺龙打造了包括“慧行”、高铁订餐等产品，在智慧酒店方面，则上线了包括“闪住”、“酒店通”等产品。

图表 38: 公司发展历程



资料来源：公司财报，浦银国际

● 中国 OTA 行业概况

1. 2019 年我国旅游行业收入同比增长 11%，增速平稳。

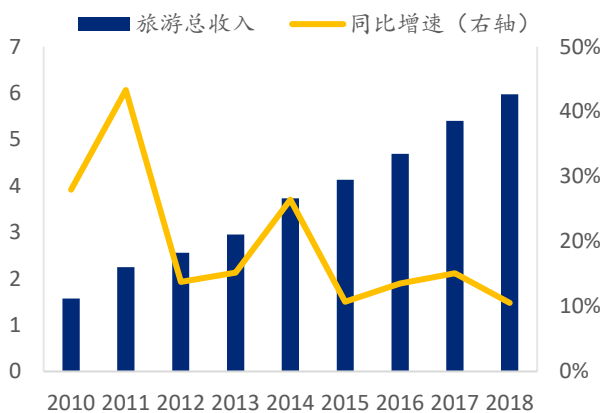
根据中国旅游研究院统计数据，2019 年我国国内旅游人数超 60 亿人次，同比增长 8.4%。2019 年，我国实现旅游总收入 6.63 万亿元，同比增长 11%。其中，国内旅游收入 5.73 万亿元，较上年同期增长 11.7%。

2. 旅游行业线上渗透率持续提升，达到 34%。

根据 Fastdata，我国 OTA（在线旅游）交易额在 2018 年突破 1.2 万亿，同比增长 21.5%，远超整个旅游市场增速，主要得益于线上渗透率不断提升，在 2018 年超过 20%。由于低线城市的线上渗透率较低，未来仍有很大提升空间。

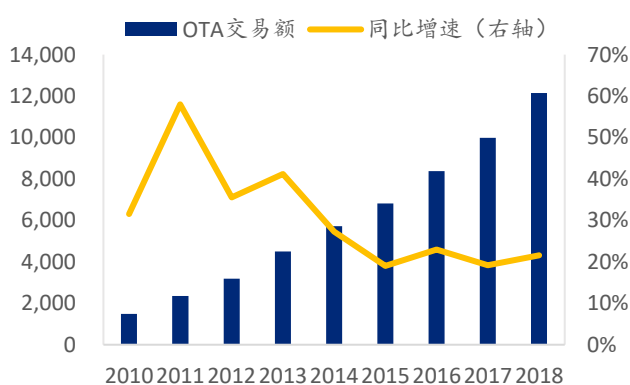
在整个线上旅游交易额中，OTA 交易量占到三分之二，直销占三分之一。

图表 39: 中国旅游市场规模 (万亿)



资料来源: Fastdata、浦银国际

图表 40: 中国 OTA 市场规模 (亿)



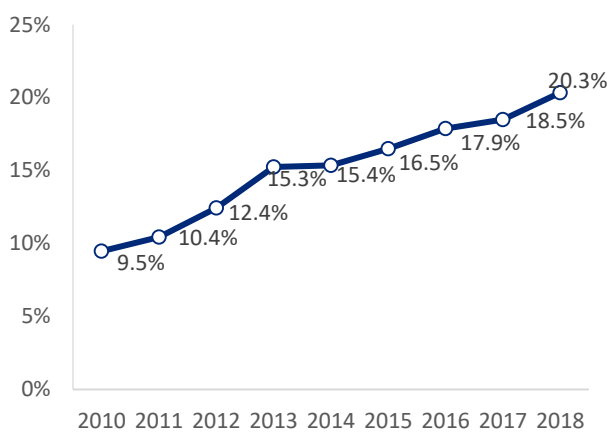
资料来源: Fastdata、浦银国际

3. 交通和酒店是在线旅游主要构成，酒店占比或将提升。

从在线旅游细分业务来看，交通票务和酒店预订仍是在线旅游市场的主要构成，其中交通票务占比近 70%；住宿业务贡献占比近 20%；其余为休闲度假产品等。

由于机票的在线渗透率已经超过 80%，而酒店的在线渗透率约为 40%，我们认为，未来在线住宿的增速将超过在线交通增速，占比也随之提升。

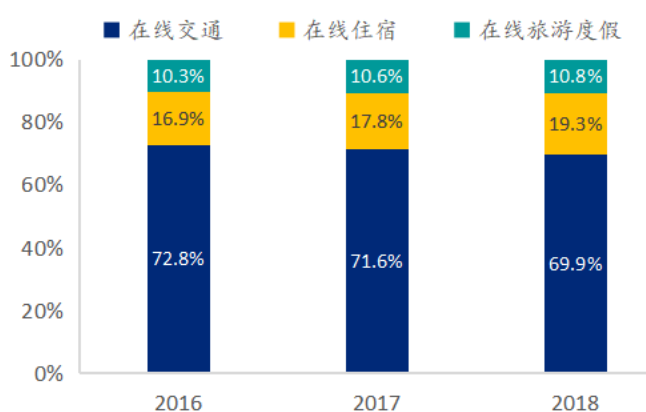
图表 41: 中国在线旅游渗透率



E=Fastdata

资料来源: Fastdata、浦银国际

图表 42: 中国在线旅游市场结构

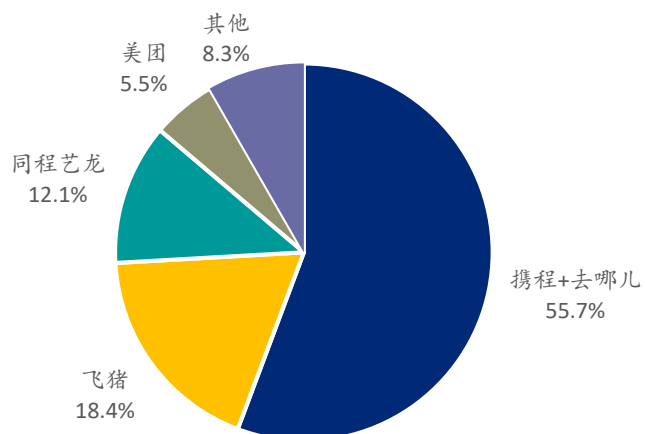


资料来源: 易观国际、浦银国际

4. 我国 OTA 行业呈现一超多强竞争格局，基本稳定。

根据《2019 年上半年中国在线旅游（OTA）行业分析报告》显示，携程和去哪儿的市场份额合计 55.7%；飞猪旅行市场份额 18.4%；同程艺龙市场份额 12.1%；美团点评的市场份额为 5.5%。基本形成一超多强的竞争格局，相对稳定，公司的变现率在短期内将基本保持平稳。

图表 43: OTA 市场份额（按 GMV）



资料来源：Fastdata、浦银国际

5. 互联网巨头在 OTA 均有布局

国内互联网巨头中，百度是携程第一大股东，持股 11%；阿里巴巴内部孵化飞猪旅行；腾讯通过投资美团和同程艺龙，进军在线旅游领域；京东则持股途牛布局 OTA。

互联网巨头纷纷布局在线旅游，主要因为其涉及生活服务的吃住行等方面，既可以提高平台的用户粘性，又可进行流量变现。此外，旅游行业中的“酒店”和“机票”等相对标品，更容易实现线上对接。

图表 44: OTA 阵营分布



资料来源：Fastdata，浦银国际

● 在线交通票务

交通票务服务收入包括机票，火车票，汽车票等业务收入。收入来源有 1) 向票务供应商收取的佣金；2) 向保险供应商收取的佣金；以及 3) 配套增值旅游服务向用户收取的服务费。

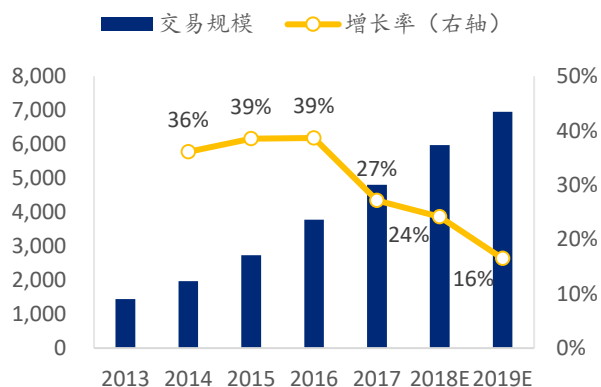
图表 45: 在线交通票务产业链



资料来源：艾瑞、浦银国际

2018 年在线交通预订市场规模预计为 10536 亿元，同比增长 27%，其中，通过 OTA 渠道进行的交易约占 63%。在线机票预订市场 OTA 占 80%，在线火车票预订市场 OTA 则占比 75%左右，渗透率上升空间有限。

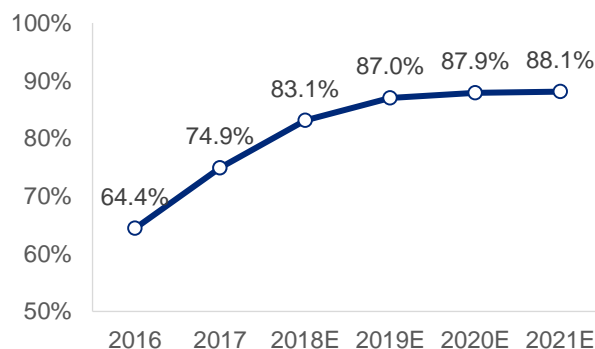
图表 46: 在线机票市场规模 (人民币亿)



E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

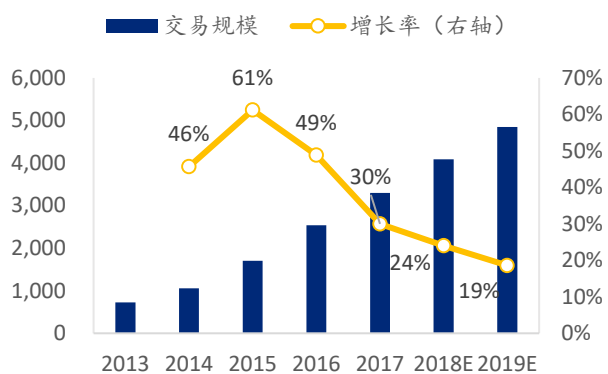
图表 47: 机票在线预订市场渗透率



E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

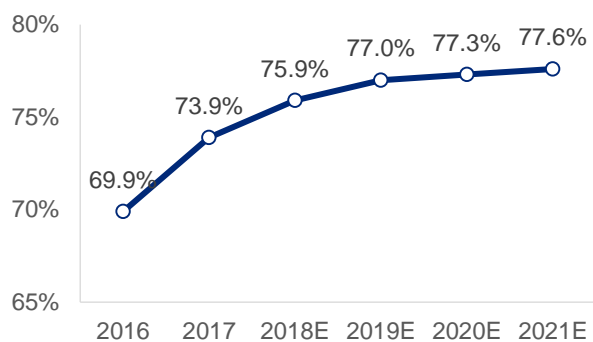
图表 48: 在线火车票市场规模 (人民币亿)



E=艾瑞预测

资料来源: 艾瑞、浦银国际

图表 49: 火车票在线预订市场渗透率



E=艾瑞预测

资料来源: 艾瑞、浦银国际

● 在线住宿预订

住宿预订业务有两种运营模式：1) 代理商模式：以中介服务形式向住宿供应商收取佣金；和2) 商户模式（买断模式）：买断间夜，向用户收取的金额计入收入，向供应商买断的支出计入销售成本。

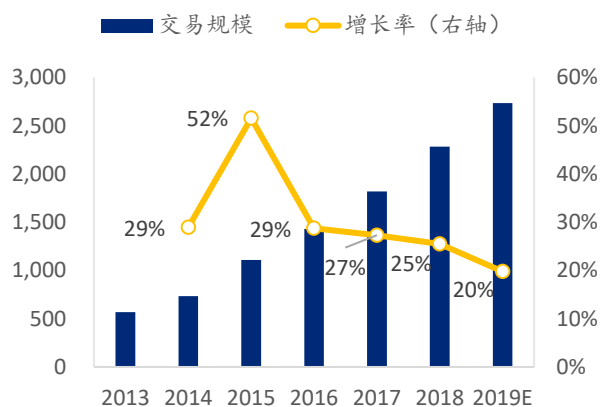
图表 50: 在线住宿预订产业链



资料来源：艾瑞、浦银国际

艾瑞预计，2019 年酒店行业的在线交易额能够达到 2735 亿元，同比增长近 20%。艾瑞预测在线酒店的渗透率到 2021 年会上升到 43.7%。

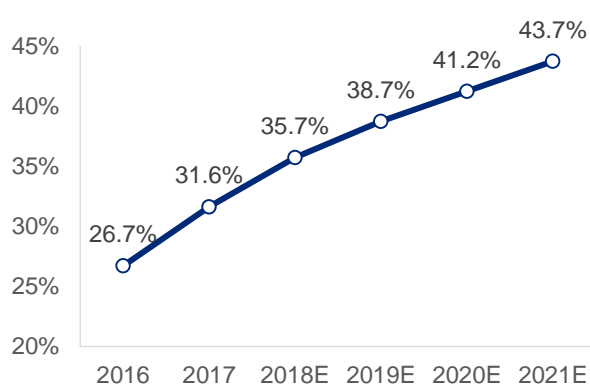
图表 51: 在线住宿市场规模 (人民币亿)



E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 52: 在线住宿渗透率



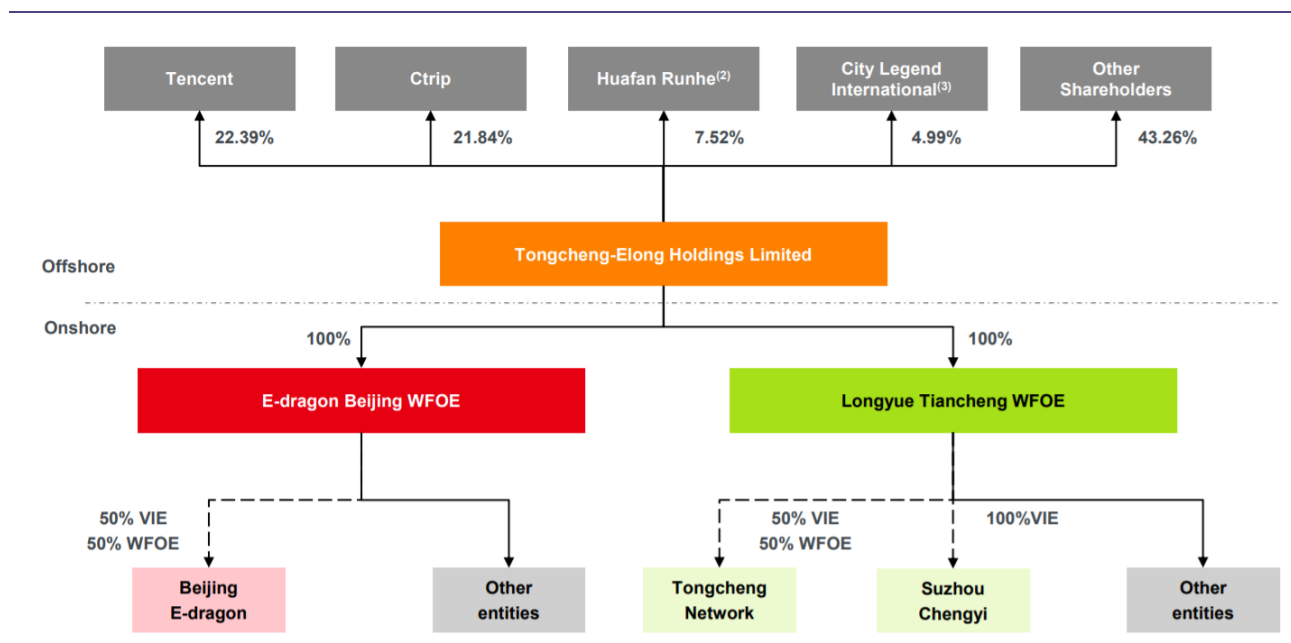
E=艾瑞预测

资料来源：艾瑞、浦银国际

● 股权结构

公司的前两大股东分别是腾讯和携程，持股比例各为 22.4%和 21.8%，分别在用户流量和旅游资源方面给予支持。其他股东还包括华枫润禾和华昌国际，持股比例分别为 7.5%和 5.0%。

图表 53: 股权架构 (截至 2019 年 12 月 31 日)



资料来源：公司资料，浦银国际

● 管理层介绍

图表 54: 公司管理层介绍

姓名	职位	履历
马和平	执行董事兼首席执行官	曾出任同程网络首席营销官,负责互联网线上及线下旅游业务以及同程分立前同程网络的机票、酒店和交通业务的推广及开发; 曾出任公司联合首席执行官; 中国苏州大学计算器应用及维护文凭
吴嘉竹	首席战略官	曾出任同程网络董事; 同程网络首席投资官,负责该公司资本投资; 曾任苏州元禾控股有限公司投资经理; 中国北京大学语言学及应用语言学学士及硕士学位
范磊	首席财务官	曾出任艺龙开曼的财务规划及分析部门总监及高级总监、曾任本公司财务副总裁、现在本集团多家子公司出任监事。 加入本集团前,在联想集团先后出任财务经理及高级财务经理; 北京航空航天大学机械工程及自动化学士学位,香港中文大学工商管理硕士学位。
王强	首席营销官	曾任同程网络无线业务部门的程序员、高级经理、副总监及监; 曾任同程网络首席营销官,负责市场推广及业务发展; 南京财经大学(前称为南京经济学院)应用计算器科学文凭。

资料来源:公司财报,浦银国际

● 财务报表

图表 55: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
酒店预订	1,830	2,358	1,949	2,878	3,490
交通票务	3,233	4,518	3,863	5,380	5,826
其他	193	517	595	893	1,072
合计收入	5,256	7,393	6,407	9,151	10,388
成本	(1,601)	(2,318)	(2,095)	(2,892)	(3,262)
毛利	3,655	5,075	4,312	6,259	7,126
毛利率	70%	69%	67%	68%	69%
营业费用					
服务开发费用	(1,350)	(1,519)	(1,340)	(1,830)	(1,974)
销售费用	(1,841)	(2,246)	(1,975)	(2,654)	(3,013)
管理费用	(935)	(625)	(600)	(732)	(779)
其他	160	175	-	-	-
营业费用合计	(3,966)	(4,216)	(3,915)	(5,216)	(5,766)
营业利润	(311)	860	398	1,043	1,361
经营利润率	-6%	12%	6%	11%	13%
利息收入	13	47	52	90	120
利息费用	(3)	(12)	(8)	(10)	(10)
其他	903	(13)	-	-	-
税前利润	602	882	442	1,123	1,471
所得税费用	(67)	(195)	(92)	(191)	(250)
税后利润	535	687	350	932	1,221
非控股权益	5	(2)	-	-	-
归母净利润	530	688	350	932	1,221
净利润率	10%	9%	5%	10%	12%
非GAAP会计准则					
以股份为基础的酬金	572	542	320	600	700
调整后经营利润	261	1,402	718	1,643	2,061
调整后经营利润率	5%	19%	11%	18%	20%
调整后净利润	1,416	1,544	950	1,812	2,201
调整后净利润率	27%	21%	15%	20%	21%
股数					
基本加权平均股数	1,584	2,059	2,100	2,142	2,185
摊薄加权平均股数	1,695	2,117	2,159	2,202	2,247
每股盈利					
基本EPS	0.33	0.33	0.17	0.44	0.56
摊薄EPS	(0.22)	0.33	0.16	0.42	0.54
调整后基本EPS	0.89	0.75	0.45	0.85	1.01
调整后摊薄EPS	0.84	0.73	0.44	0.82	0.98

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 56: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
流动资产					
应收账款	857	1,096	854	1,307	1,484
预付和其他应收	523	1,569	1,569	1,569	1,569
按摊销成本计量的短期投资	261	157	157	157	157
按公允价值计量的短期投资	2,570	4,384	4,384	4,384	4,384
受限资产	141	213	213	213	213
现金及现金等价物	3,144	2,271	2,773	4,470	6,018
流动资产合计	7,497	9,691	9,952	12,101	13,826
非流动资产					
物业, 房产, 设备	934	1,102	1,027	1,141	1,226
使用权资产	-	41	41	41	41
土地使用权	16	-	-	-	-
权益法计量的投资	49	90	90	90	90
按公允价值计量的投资	52	239	239	239	239
按成本法计量的投资	-	251	251	251	251
无形资产	7,962	7,860	7,860	7,860	7,860
递延所得税资产	250	201	201	201	201
预防和其他应收	31	7	7	7	7
非流动资产合计	9,294	9,792	9,716	9,831	9,916
总资产	16,791	19,483	19,668	21,932	23,742
流动负债					
借款	20	107	150	120	100
应付账款	2,569	3,429	3,204	4,576	5,194
其他应付	1,800	1,947	1,947	1,947	1,947
短期租赁负债	-	6	6	6	6
合约负债	15	89	89	89	89
即期所得税负债	131	29	29	29	29
流动负债合计	4,534	5,606	5,424	6,766	7,365
非流动负债					
借款	153	133	150	140	130
递延所得税负债	570	568	568	568	568
长期租赁负债	-	18	18	18	18
其他应付	7	7	7	7	7
非流动负债合计	729	726	743	733	723
总负债	5,264	6,332	6,167	7,499	8,087
股本	7	7	7	7	7
股本溢价	17,311	18,190	18,190	18,190	18,190
库存股	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他储备	(2,723)	(2,669)	(2,669)	(2,669)	(2,669)
留存收益	(3,060)	(2,372)	(2,022)	(1,090)	131
权益	11,535	13,156	13,506	14,438	15,659
非控股权益	(8)	(5)	(5)	(5)	(5)
权益总额	11,528	13,152	13,501	14,434	15,654
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	2,361	1,696	542	2,037	1,878
投资活动现金流量净额	(1,400)	(2,955)	(100)	(300)	(300)
融资活动所得现金流量净额	1,481	373	60	(40)	(30)
现金及现金等价物增加净额	2,441	(886)	502	1,697	1,548
年初现金及现金等价物	702	3,144	2,271	2,773	4,470
汇率变动影响	1	13	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,144	2,271	2,773	4,470	6,018

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。



浦銀國際證券機構銷售團隊

黃路遙

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦銀國際證券有限公司

SPDB International Securities Limited

網站: www.spdbi.com

地址: 香港軒尼詩道 1 號浦發銀行大廈 33 樓