



同程艺龙 (780.HK) 3Q20 业绩： 业绩符合市场预期，持续复苏

维持买入评级和目标价 18.0 港元，潜在升幅 26.1%。

- 三季度业绩与市场预期一致，四季度收入指引不及预期：**同程艺龙 3Q20 收入 19.1 亿，同比下降 7.2%，与市场预期一致。受疫情影响，今年一季度和二季度的收入同比降幅分别为 44% 和 25%，降幅进一步收窄。调整后净利润为 3.7 亿，同比降 11%，高于市场预期 1.5%。公司预计四季度收入同比降 0%~5%，中位数低于市场预期 5%，调整后净利润约 3~3.5 亿，好于预期。由于明年春节晚约两周，公司预计将会有 5~10% 的交通收入从 4Q20 顺延至 1Q21。
- 线下获客将助力付费用户增长：**本季度，活跃用户数同比增加 5%，至 2.46 亿，创历史新高；付费用户数为 2980 万，同比持平，其中线下获客贡献了 11% 的付费用户。线下获客仍将是公司重要战略之一，线下扫码和汽车票等业务将成为付费用户增长的主要驱动。
- 继续发力低线酒店业务：**本季度，酒店收入基本恢复至去年同期水平，交通票务收入同比降 7.4%。整体交易额为 397 亿，同比下降 16.7%，主要由于机票单价和平均房价下滑。国内机票量同比增长 20%，酒店间夜量同比增长 15%，其中低线酒店间夜量同比增长 30%，高于一二线城市增速 (~10%)。同时，公司更加注重对于交叉销售运营，为酒店业务导流，我们预计未来几个季度酒店业务的增速将优于交通票务。
- 维持买入评级和目标价 18.0 港元：**我们预计公司仍将加大在低线城市的品牌推广，我们将公司 FY21-22 年调整后净利润分别下调 4.3% 和 3.2%。但随着疫苗的推出，旅游行业恢复确定性不断增强，我们仍维持买入评级并维持目标价 18.0 港元，分别对应 35x 和 19x 的 2020E 和 2021E 年的市盈率。
- 投资风险：**宏观经济放缓；竞争激烈。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	5,256	7,393	6,052	8,977	10,546
营收增速 (%)	109%	40.7%	-18.1%	48.3%	17.5%
毛利润	3,655	5,075	4,292	6,400	7,572
营业利润	(311)	860	545	1,329	1,772
调整后净利润	1,416	1,544	1,009	1,895	2,313
调整后目标 PE (x)	19.4	22.2	34.7	18.8	15.7

资料来源：公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2020 年 11 月 26 日

评级

买入

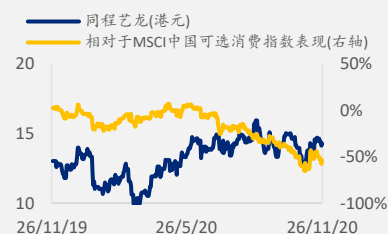
目标价 (港元)	18.0
潜在升幅/降幅	+26.1%
目前股价 (港元)	14.3
52 周内股价区间 (港元)	8.7-16.5
总市值 (百万港元)	30,970
近 3 月日均成交额 (百万港元)	99

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《同程艺龙：复苏趋势明朗，上调至买入评级》(2020-09-10)

《同程艺龙：静待“寒冬”消退》(2020-05-06)

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	6,052	8,977	10,546
营业成本	(1,601)	(2,318)	(1,760)	(2,576)	(2,974)
毛利率	69.5%	68.6%	70.9%	71.3%	71.8%
服务研发费用	(1,350)	(1,519)	(1,180)	(1,706)	(1,951)
服务研发费用率	-25.7%	-20.5%	-19.5%	-19.0%	-18.5%
销售费用	(1,841)	(2,246)	(2,124)	(2,738)	(3,164)
销售费用率	35.0%	30.4%	35.1%	30.5%	30.0%
管理费用	(935)	(625)	(444)	(628)	(685)
管理费用率	17.8%	8.5%	7.3%	7.0%	6.5%
其他费用	160	175	-	-	-
营业利润	(311)	860	545	1,329	1,772
财务费用	10	35	25	15	15
财务费用率	0.2%	0.5%	0.4%	0.2%	0.1%
其他费用	903	(13)	-	-	-
税前利润	602	882	570	1,344	1,787
所得税	(67)	(195)	(101)	(228)	(304)
有效所得税率	11.1%	22.1%	17.8%	17.0%	17.0%
税后利润	535	687	469	1,115	1,483
少数股东损益	5	(2)	-	-	-
调整后净利润	1,416	1,544	1,009	1,895	2,313
调整后净利润率%	26.9%	20.9%	16.7%	21.1%	21.9%

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	2,762	4,710	6,638
应收款项	857	1,096	807	1,282	1,507
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	9,893	12,316	14,469
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	19,610	22,147	24,384
短期借款	20	107	150	120	100
应付账款	2,569	3,429	3,026	4,488	5,273
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	5,246	6,679	7,443
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	5,989	7,412	8,166
普通股股东权益	11,535	13,156	13,625	14,740	16,223
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	19,610	22,147	24,384

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营所得现金	2,506	1,939	632	2,516	2,562
已收利息	15	40	-	-	-
已付所得税	(160)	(283)	(101)	(228)	(304)
经营现金流净额	2,361	1,696	531	2,287	2,259
购买资产净额	(330)	(302)	(100)	(300)	(300)
短期投资净额	(1,991)	(1,573)	-	-	-
其他	921	(1,080)	-	-	-
投资现金流净额	(1,400)	(2,955)	(100)	(300)	(300)
借款净额	(30)	59	60	(40)	(30)
其他	1,511	314	-	-	-
融资现金流净额	1,481	373	60	(40)	(30)
现金净流量	2,441	(886)	491	1,947	1,929
年初现金及现金等价物	702	3,144	2,271	2,762	4,710
汇率变动影响	1	13	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,144	2,271	2,762	4,710	6,638

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	0.73	0.47	0.86	1.03
每股净资产	6.80	6.21	6.31	6.69	7.22
每股经营现金流	1.39	0.80	0.25	1.04	1.01
估值 (倍)					
调整后P/E	19.4	22.2	34.7	18.8	15.7
P/B	2.4	2.6	2.6	2.4	2.2
P/S	5.2	4.6	5.8	4.0	3.5
盈利能力比率					
毛利率	69.5%	68.6%	70.9%	71.3%	71.8%
调整后经营利润率	5.0%	19.0%	13.4%	20.4%	22.0%
调整后净利率	26.9%	20.9%	16.7%	21.1%	21.9%
调整后ROE	12.3%	11.7%	14.8%	13.4%	14.9%
盈利增长					
营业收入增长率	109%	41%	-18%	48%	17%
调整后营业利润	205%	437%	-42%	126%	27%
调整后净利润	388%	9%	-35%	88%	22%
偿债能力指标					
资产负债率	0.31	0.32	0.31	0.33	0.33
流动比率	1.65	1.73	1.89	1.84	1.94
现金比率	1.35	1.25	1.43	1.42	1.53

图表 2: 同程艺龙财务预测对比

人民币百万	2020E			2021E			2022E		
	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	6,052	6,356	-4.8%	8,977	9,344	-3.9%	10,546	10,864	-2.9%
住宿预订服务	1,925	1,919	0.3%	2,820	2,898	-2.7%	3,310	3,401	-2.7%
交通票务服务	3,620	3,831	-5.5%	5,346	5,536	-3.4%	6,222	6,371	-2.3%
其他	507	606	-16.4%	811	910	-10.9%	1,014	1,092	-7.2%
调整后净利润	1,009	1,078	-6.4%	1,895	1,981	-4.3%	2,313	2,390	-3.2%
调整后净利率	16.7%	17.0%		21.1%	21.2%		21.9%	22.0%	

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	P/S	P/E(市盈率)			
					2018A	2019A	2020E	2021E
780 HK Equity	同程艺龙	3,985	14.3	3.1	38.8	58.1	24.9	19.1
3690 HK Equity	美团	233,173	307.2	10.5	N/A	233.6	290.9	93.6
TCOM US Equity	携程	19,767	33.3	5.5	28.0	28.9	N/A	27.0
TOUR US Equity	途牛	435	3.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
中国 OTA 平均				6.4	30.6	100.1	158.5	44.8
TRIP US Equity	TripAdvisor	3,670	27.3	4.4	64.7	33.7	N/A	61.0
EXPE US Equity	Expedia	17,425	123.2	2.5	32.0	26.0	N/A	172.5
BKNG US Equity	Booking	84,523	2,063.8	9.8	19.1	20.9	475.3	36.0
美国 OTA 平均				5.6	38.6	26.9	475.3	89.8
平均				6.0	35.4	63.5	264.1	67.3

注: 同程艺龙市盈率基于浦银国际预测, 其余为 Bloomberg 一致预测, 11 月 26 日数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 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	1,925	2,820	3,310
交通票务	3,233	4,518	3,620	5,346	6,222
其他	193	517	507	811	1,014
合计收入	5,256	7,393	6,052	8,977	10,546
成本	(1,601)	(2,318)	(1,760)	(2,576)	(2,974)
毛利	3,655	5,075	4,292	6,400	7,572
毛利率	70%	69%	71%	71%	72%
营业费用					
服务开发费用	(1,350)	(1,519)	(1,180)	(1,706)	(1,951)
销售费用	(1,841)	(2,246)	(2,124)	(2,738)	(3,164)
管理费用	(935)	(625)	(444)	(628)	(685)
其他	160	175	-	-	-
营业费用合计	(3,966)	(4,216)	(3,747)	(5,072)	(5,800)
营业利润	(311)	860	545	1,329	1,772
经营利润率	-6%	12%	9%	15%	17%
利息收入	13	47	36	30	30
利息费用	(3)	(12)	(11)	(15)	(15)
其他	903	(13)	-	-	-
税前利润	602	882	570	1,344	1,787
所得税费用	(67)	(195)	(101)	(228)	(304)
税后利润	535	687	469	1,115	1,483
非控股权益	5	(2)	-	-	-
归母净利润	530	688	469	1,115	1,483
净利润率	10%	9%	8%	12%	14%
非GAAP会计准则					
以股份为基础的酬金	572	542	263	500	550
调整后经营利润	261	1,402	808	1,829	2,322
调整后经营利润率	5%	19%	13%	20%	22%
调整后净利润	1,416	1,544	1,009	1,895	2,313
调整后净利润率	27%	21%	17%	21%	22%
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 (人民币元)					
基本EPS	0.33	0.33	0.22	0.52	0.68
摊薄EPS	(0.22)	0.33	0.22	0.51	0.66
调整后基本EPS	0.89	0.75	0.48	0.88	1.06
调整后摊薄EPS	0.84	0.73	0.47	0.86	1.03

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 5: 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	807	1,282	1,507
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	2,762	4,710	6,638
流动资产合计	7,497	9,691	9,893	12,316	14,469
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	19,610	22,147	24,384
流动负债					
借款	20	107	150	120	100
应付账款	2,569	3,429	3,026	4,488	5,273
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	5,246	6,679	7,443
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	5,989	7,412	8,166
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)	(1,903)	(788)	695
权益	11,535	13,156	13,625	14,740	16,223
非控股权益	(8)	(5)	(5)	(5)	(5)
权益总额	11,528	13,152	13,620	14,735	16,218
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	2,361	1,696	531	2,287	2,259
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)	491	1,947	1,929
年初现金及现金等价物	702	3,144	2,271	2,762	4,710
汇率变动影响	1	13	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,144	2,271	2,762	4,710	6,638

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

“持有”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼