



同程艺龙 (780.HK):

2021 年战略重点: 付费用户+酒店业务

维持目标价 18.0 港元, 潜在升幅 12%。

· **收入和市场预期一致, 利润超预期:** 公司四季度收入为 18.1 亿, 同比下降 7.3%, 与市场预期基本一致, 其中住宿业务恢复正增长, 同比升 4.1%; 交通票务收入, 同比下降 15.1%。公司调整后净利润为 3.1 亿, 高市场预期 6.8%。

· **2021 年战略重点: 付费用户数+酒店业务:** 国内旅游业正在逐步恢复至疫情前水平。展望 2021 年, 付费用户数仍是公司首要目标之一, 公司预计 2021 年全年付费用户数有望突破 2 亿, 同比增长近 30%。推动付费用户增长的主要措施包括: 持续加大线下获客力度; 提升线上运营效率以及付费转化率; 继续在产品和服务端进行优化改善。其次, 酒店业务仍是公司今年的战略重点, 我们认为酒店业务将会是公司今年营收的主要增长驱动, 预计全年酒店收入较 2019 年(疫情前水平)增长 15-20%, 主要得益于酒店间夜量的增长。

· **持续加大市场推广, 销售费用或保持高位:** 公司看好旅游行业在后疫情时代复苏机会, 表示在 2021 年会继续加大市场推广和品牌宣传力度, 从而进一步提升市场份额。我们认为 2021 年公司的销售费用仍将保持高位水平, 预计全年调整后净利率为 18.4% (2019 年为 20.9%)。

· **维持“买入”评级和目标价 18.0 港元:** 考虑到春节期间因疫情导致“就地过年”的影响, 我们将 2021 全年收入略微下调 4.8%, 目标价维持 18.0 港元, 对应 22x 和 17x 的 2021E 和 2022E 年市盈率。随着疫苗的推广, 旅行行业复苏前景趋于明朗, 我们看好公司在低线城市的布局优势。

· **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	FY20	FY21E	FY22E
营业收入	5,256	7,393	5,933	8,547	10,249
营收增速	108.7%	40.7%	-19.8%	44.1%	19.9%
毛利润	3,655	5,075	4,236	6,180	7,430
营业利润	(311)	860	522	752	1,435
调整后净利润	1,416	1,544	954	1,575	2,050
调整后目标 PE (x)		21.4	35.3	21.8	17.1

E=浦银国际预测

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

2021 年 3 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	18.0
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (港元)	16.1
52 周内股价区间 (港元)	9.9-19.2
总市值 (百万港元)	35,329
近 3 月日均成交额 (百万港元)	162

注: 截至 2021 年 3 月 24 日收盘价

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 3Q20 业绩: 业绩符合市场预期, 持续复苏》(2020-11-26)

《同程艺龙 (780.HK): 复苏趋势明朗化, 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	2020	2021E	2022E
营业总收入	5,256	7,393	5,933	8,547	10,249
营业成本	(1,601)	(2,318)	(1,697)	(2,368)	(2,818)
毛利率	69.5%	68.6%	71.4%	72.3%	72.5%
服务研发费用	(1,350)	(1,519)	(1,246)	(1,624)	(1,896)
服务研发费用率	-25.7%	-20.5%	-21.0%	-19.0%	-18.5%
销售费用	(1,841)	(2,246)	(2,131)	(3,120)	(3,382)
销售费用率	35.0%	30.4%	35.9%	36.5%	33.0%
管理费用	(935)	(625)	(522)	(684)	(717)
管理费用率	17.8%	8.5%	8.8%	8.0%	7.0%
其他费用	160	175	185	-	-
营业利润	(311)	860	522	752	1,435
财务费用	10	35	23	85	35
财务费用率	0.2%	0.5%	0.4%	1.0%	0.3%
其他费用	903	(13)	(7)	-	-
税前利润	602	882	538	837	1,470
所得税	(67)	(195)	(72)	(142)	(250)
有效所得税率	11.1%	22.1%	13.4%	17.0%	17.0%
税后利润	535	687	466	695	1,220
少数股东损益	5	(2)	(2)	-	-
调整后净利润	1,416	1,544	954	1,575	2,050
调整后净利润率%	26.9%	20.9%	16.1%	18.4%	20.0%

现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营所得现金	2,506	1,939	(57)	3,006	2,293
已收利息	15	40	-	-	-
已付所得税	(160)	(283)	(72)	(142)	(250)
经营现金流净额	2,361	1,696	(129)	2,864	2,043
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	(77)	97	(30)
其他	1,511	314	-	-	-
融资现金流净额	1,481	373	(77)	97	(30)
现金净流量	2,441	(886)	(306)	2,662	1,713
年初现金及现金等价物	702	3,144	2,271	1,804	4,466
汇率变动影响	1	13	(6)	-	-
年末现金及现金等价物	3,144	2,271	1,804	4,466	6,179

资产负债表

(人民币百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
现金及现金等价物	3,144	2,271	1,804	4,466	6,179
应收款项	857	1,096	932	1,221	1,464
短期投资	2,831	4,541	4,913	4,913	4,913
其它流动资产	664	1,783	1,180	1,180	1,180
流动资产合计	7,497	9,691	8,830	11,781	13,737
长期投资	101	580	1,114	1,114	1,114
固定资产	934	1,102	1,226	1,341	1,425
无形资产	7,962	7,860	7,481	7,481	7,481
其他	297	250	464	464	464
非流动资产合计	9,294	9,792	10,284	10,399	10,483
资产总计	16,791	19,483	19,114	22,179	24,220
短期借款	20	107	49	120	100
应付账款	2,569	3,429	2,001	4,274	5,124
其他应付	1,800	1,947	1,959	1,959	1,959
其他流动负债	146	124	225	225	225
流动负债合计	4,534	5,606	4,234	6,578	7,408
长期借款	153	133	113	140	130
其它长期负债	577	593	750	750	750
非流动负债合计	729	726	863	890	880
负债总计	5,264	6,332	5,097	7,468	8,288
普通股股东权益	11,535	13,156	14,014	14,709	15,929
少数股东权益	(8)	(5)	3	3	3
负债和所有者权益合计	16,791	19,483	19,114	22,179	24,220

主要财务比率

	2018	2019	2020	2021E	2022E
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	0.73	0.44	0.72	0.91
每股净资产	6.80	6.21	6.49	6.68	7.09
每股经营现金流	1.39	0.80	-0.06	1.30	0.91
估值 (倍)					
调整后P/E	18.7	21.4	35.3	21.8	17.1
P/B	2.3	2.5	2.4	2.3	2.2
P/S	5.0	4.5	5.7	4.0	3.4
盈利能力比率					
毛利率	69.5%	68.6%	71.4%	72.3%	72.5%
调整后经营利润率	5.0%	19.0%	14.7%	15.8%	19.4%
调整后净利率	26.9%	20.9%	16.1%	18.4%	20.0%
调整后ROE	12.3%	11.7%	13.6%	11.0%	13.4%
盈利增长					
营业收入增长率	109%	41%	-20%	44%	20%
调整后营业利润	205%	437%	-38%	55%	47%
调整后净利润	388%	9%	-38%	65%	30%
偿债能力指标					
资产负债率	0.31	0.32	0.27	0.34	0.34
流动比率	1.65	1.73	2.09	1.79	1.85
现金比率	1.35	1.25	1.61	1.44	1.51

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 同程艺龙



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	230.0	买入	335.0	27/8/2020	电商
700 HK Equity	腾讯	623.5	买入	700.0	13/11/2020	游戏
3690 HK Equity	美团	292.0	买入	326.0	28/8/2020	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	265.0	持有	310.0	15/3/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	16.1	买入	18.0	10/09/2020	OTA
8083 HK Equity	有赞	2.3	买入	4.0	2/3/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	16.6	买入	15.7	21/12/2020	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	49.8	买入	52.0	21/12/2020	SaaS
600588 CH Equity	用友	33.8	买入	54.0	21/12/2020	SaaS
268 HK Equity	金蝶	25.8	买入	31.0	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	36.2	买入	58.0	21/12/2020	SaaS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 3 月 24 日收盘价

图表 4: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
损益表					
酒店预订	1,830	2,358	1,945	2,774	3,222
交通票务	3,233	4,518	3,471	5,025	6,091
其他	193	517	516	749	936
合计收入	5,256	7,393	5,933	8,547	10,249
成本	(1,601)	(2,318)	(1,697)	(2,368)	(2,818)
毛利	3,655	5,075	4,236	6,180	7,430
毛利率	70%	69%	71%	72%	73%
营业费用					
服务开发费用	(1,350)	(1,519)	(1,246)	(1,624)	(1,896)
销售费用	(1,841)	(2,246)	(2,131)	(3,120)	(3,382)
管理费用	(935)	(625)	(522)	(684)	(717)
其他	160	175	185	-	-
营业费用合计	(3,966)	(4,216)	(3,714)	(5,428)	(5,996)
营业利润	(311)	860	522	752	1,435
经营利润率	-6%	12%	9%	9%	14%
利息收入	13	47	38	100	50
利息费用	(3)	(12)	(15)	(15)	(15)
其他	903	(13)	(7)	-	-
税前利润	602	882	538	837	1,470
所得税费用	(67)	(195)	(72)	(142)	(250)
税后利润	535	687	466	695	1,220
非控股权益	5	(2)	(2)	-	-
归母净利润	530	688	468	695	1,220
净利润率	10%	9%	8%	8%	12%
非GAAP会计准则					
以股份为基础的酬金	572	542	350	600	550
调整后经营利润	261	1,402	873	1,352	1,985
调整后经营利润率	5%	19%	15%	16%	19%
调整后净利润	1,416	1,544	954	1,575	2,050
调整后净利润率	27%	21%	16%	18%	20%
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	0.32	0.56
摊薄EPS	(0.22)	0.33	0.22	0.32	0.54
调整后基本EPS	0.89	0.75	0.45	0.74	0.94
调整后摊薄EPS	0.84	0.73	0.44	0.72	0.91

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	FY20	FY21E	FY22E
资产负债表					
流动资产					
应收账款	857	1,096	932	1,221	1,464
预付和其他应收	523	1,569	1,088	1,088	1,088
按摊销成本计量的短期投资	261	157	407	407	407
按公允价值计量的短期投资	2,570	4,384	4,506	4,506	4,506
受限资产	141	213	92	92	92
现金及现金等价物	3,144	2,271	1,804	4,466	6,179
流动资产合计	7,497	9,691	8,830	11,781	13,737
非流动资产					
物业, 房产, 设备	934	1,102	1,226	1,341	1,425
使用权资产	-	41	242	242	242
土地使用权	16	-	-	-	-
权益法计量的投资	49	90	221	221	221
按公允价值计量的投资	52	239	168	168	168
按成本法计量的投资	-	251	725	725	725
无形资产	7,962	7,860	7,481	7,481	7,481
递延所得税资产	250	201	216	216	216
预防和其他应收	31	7	6	6	6
非流动资产合计	9,294	9,792	10,284	10,399	10,483
总资产	16,791	19,483	19,114	22,179	24,220
流动负债					
借款	20	107	49	120	100
应付账款	2,569	3,429	2,001	4,274	5,124
其他应付	1,800	1,947	1,959	1,959	1,959
短期租赁负债	-	6	27	27	27
合约负债	15	89	161	161	161
即期所得税负债	131	29	37	37	37
流动负债合计	4,534	5,606	4,234	6,578	7,408
非流动负债					
借款	153	133	113	140	130
递延所得税负债	570	568	529	529	529
长期租赁负债	-	18	206	206	206
其他应付	7	7	15	15	15
非流动负债合计	729	726	863	890	880
总负债	5,264	6,332	5,097	7,468	8,288
股本	7	7	8	8	8
股本溢价	17,311	18,190	19,046	19,046	19,046
库存股	(0)	(0)	-	-	-
其他储备	(2,723)	(2,669)	(2,996)	(2,996)	(2,996)
留存收益	(3,060)	(2,372)	(2,044)	(1,350)	(130)
权益	11,535	13,156	14,014	14,709	15,929
非控股权益	(8)	(5)	3	3	3
权益总额	11,528	13,152	14,017	14,712	15,931
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	2,361	1,696	136	2,864	2,043
投资活动现金流量净额	(1,400)	(2,955)	(773)	(300)	(300)
融资活动所得现金流量净额	1,481	373	177	97	(30)
现金及现金等价物增加净额	2,441	(886)	(461)	2,662	1,713
年初现金及现金等价物	702	3,144	2,271	1,804	4,466
汇率变动影响	1	13	(6)	-	-
年末现金及现金等价物	3,144	2,271	1,804	4,466	6,179

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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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(腾讯 700.HK)在过去 12 个月内有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