

【广发海外】同程艺龙(00780.HK)

深耕微信生态圈，享受小程序崛起红利

核心观点:

● 接入腾讯社交平台，获客成本优势显著

同程及艺龙分别在 14 年和 16 年成为微信钱包“火车票机票”及“酒店”入口的唯一运营商。凭借腾讯社交平台优势，公司来自于腾讯平台的月活用户数量快速增长，由 15 年的 760 万增长至 18 年 3 季度的 1.68 亿，占公司月活用户的比例也从 15 年的 8.6% 提升至 18 年 3 季度的 81.5%。除了掌握微信钱包入口的流量以外，公司也通过在腾讯平台的广告投放以及互动营销活动来转化更多用户。依托于腾讯社交平台，公司的月活用户数量快速增长，这使得公司的获客成本明显低于行业内其他可比公司。

● 享受小程序崛起红利，市场份额有望提升

在 18 年 9 月至 12 月，同程艺龙小程序在阿拉丁小程序排行榜保持第一名。其中通过微信钱包的九宫格入口可以直连同程艺龙小程序以及公司在腾讯平台的广告投放以及营销互动是公司在小程序生态中占据领先地位的重要原因。对于机酒预定这种使用频次相对较低，内容呈现相对简单的场景，小程序相较于独立 app 具有明显优势。随着微信小程序数量的增长，用户场景的增加以及生态的完善，用户对于小程序的使用习惯逐步养成。我们认为公司小程序月活数量在微信月活数量中的占比将继续提升，而公司将能够凭借小程序生态崛起的红利，提升在机酒在线预订市场中的份额。

● 预测 18-20 年 EPS 分别为 0.57/ 0.62 / 0.81 元人民币

我们预测公司的 18-20 年的收入分别为 58.7/77.8/97.1 亿元，净利润分别为 11.9/12.8/16.9 亿元。我们使用 DCF 模型计算出公司股票的合理价值为 17.9 元港币/股，对应 2019 年 P/E 为 25.1x。我们首次覆盖公司，给予买入评级。

● 风险提示

行业竞争加剧的风险；与腾讯合作关系恶化的风险；与上游供应链合作关系恶化的风险。

盈利预测:

同程艺龙(百万元人民币)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,607	3,640	5,226	5,874	7,781	9,713
同比增长(%)		126.5%	43.6%	12.4%	32.5%	24.8%
毛利润	738	2,076	3,556	4,377	6,005	7,646
同比增长(%)		181.2%	71.2%	23.1%	37.2%	27.3%
净利润	-1,298	-2,252	686	1,188	1,278	1,691
同比增长(%)		73.5%	-130.5%	73.2%	7.6%	32.2%
EPS(元/股)				0.57	0.62	0.81
市盈率				22.3	20.7	15.7
市净率				2.5	2.4	2.2

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	14.7 港元
合理价值	17.9 港元

报告日期

2019-02-20

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2076/2076
总市值/流通市值(百万港元)	31645/31645
一年内最高/最低(港元)	15.76/9.08
30 日日均成交量/成交额(百万)	1.71/23.82
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	22.90/22.90

相对市场表现



分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001



SFC CE No. BNG229



010-59136632

huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

陈佳妮 021-60750604

chenjian@gf.com.cn

目录索引

1. 同程艺龙：行业先行者的联手.....	5
1.1 公司简介	5
1.2 公司发展历程.....	6
1.3 公司股权结构	7
1.4 近年经营情况	7
2. 接入腾讯社交平台，获客成本优势显著	10
2.1 借力腾讯社交平台流量，月活用户快速增长	10
2.2 获客成本降低提升公司盈利能力	13
3. 享受小程序崛起红利，在线预订市场份额有望提升	14
3.1 超级 APP 构建生态闭环，小程序优势渐显	14
3.2 受益于小程序流量红利，月活用户存留和复购率有望提升	15
4. 非一线城市旅游需求释放，同程艺龙占据先发优势.....	17
4.1 非一线城市的旅游需求仍有较大成长空间	17
4.2 同程艺龙用户结构以非一线城市为主，渠道下沉具有先发优势	20
5. 盈利预测与投资评级	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资评级	22
6. 风险提示	23
6.1 行业竞争加剧的风险	23
6.2 与腾讯合作关系恶化的风险	24
6.3 公司与上游供应链合作关系恶化的风险	24

图表索引

图 1: 同程和艺龙的收入结构及合并后的收入结构 (18 年上半年)	5
图 2: 公司的市场份额在四大 OTA 中排第三 (按照 GMV 计算)	5
图 3: 艺龙和同程的发展历程	6
图 4: 合并后的公司结构 (2018 年末)	7
图 5: 公司股权结构 (12 月 20 日行使超额配股权后)	7
图 6: 同程和艺龙营业收入情况	8
图 7: 同程和艺龙均在 2017 年实现扭亏为盈	8
图 8: 住宿业务收入主要由艺龙贡献	9
图 9: 批发模式在住宿预定业务中占比下降	9
图 10: 交通票务业务收入主要由同程网络贡献	9
图 11: 艺龙费用率变化	10
图 12: 同程费用率变动	10
图 13: 合计销售费用组成	10
图 14: 同程艺龙合计各项费用率变动	10
图 15: 微信和 QQ 是中国使用最广泛的社交软件	11
图 16: 微信用户可通过钱包“火车票机票酒店”入口进入平台	11
图 17: 同程艺龙月活用户快速增长	12
图 18: 月付费用户中来自腾讯平台的占比持续提高	12
图 19: 同程艺龙在腾讯平台下不同方式引流的月活用户占比(18 年 3 季度)	12
图 20: 同程艺龙在腾讯 MAU 中的渗透率	12
图 21: 同程艺龙单个月活的销售费用远低于其他同行 (2017 年)	13
图 22: 同程艺龙的广告和推广开支及其在净收入中的占比	14
图 23: 不同超级 APP 平台覆盖月活用户数比较	15
图 24: 微信小程序的 MAU 在 18 年初开始快速增长	15
图 25: 不同细分行业的小程序覆盖用户数	15
图 26: 微信小程序的用户次日存留上升	15
图 27: 不同旅游平台的 app 和小程序用户数比较 (2018 年 6 月)	16
图 28: 同程艺龙的小程序指数不断上升	16
图 29: 同程艺龙微信小程序平台入口多样化	16
图 30: 交易额中复购占比进一步提高	17
图 31: 国内旅游人次保持双位数增长	17
图 32: 国内旅游收入增速较高	17
图 33: 非一线城市居民的旅游消费意愿超过一线	18
图 34: 中国消费者信心指数	18
图 35: 18 年上半年出境游消费能力前 10 城市排名	18
图 36: 18 年上半年出境游人数同比增速前 10 城市排名	18
图 37: 我国存量网民占比一线城市依旧领先 (2018 年 6 月)	19
图 38: 线上酒店预订的月均 MAU 城市分布 (18 年 Q2)	19
图 39: 线上酒店预订新增用户大多数来自低线城市 (18 年 Q2)	19
图 40: 同程艺龙用户城市结构 (2018 年中)	20
图 41: 2018 年微信小程序在不同级别城市的用户结构	20

图 42: 同程艺龙的用户年龄结构 (18 年 4 月)	20
图 43: 线上酒店预订消费以 80/90 后为主 (18 年 Q2)	20
表 1: 同程艺龙获客成本测算	13
表 2: 同程艺龙盈利预测关键假设	22
表 3: 同程艺龙自由现金流预测	23
表 4: 公司股票合理价值相较于 WACC 以及中期增长率假设的敏感性分析	23
表 5: 酒店旅游行业可比公司估值表 (2019 年 2 月 19 日收盘价)	23

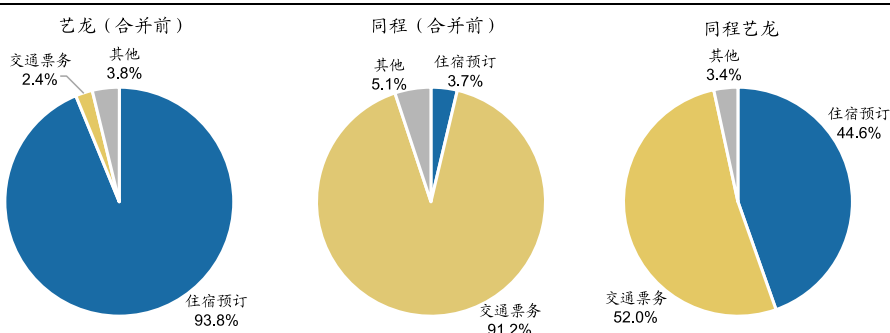
1. 同程艺龙：行业先导者的联手

1.1 公司简介

同程艺龙是一家以标品预订为主的线上旅游平台，2018年3月由艺龙和同程网络合并而成。在合并前，同程网络和艺龙在业务上各有所长，同程网络主打票务预订，2017年交通票务收入占其总收入的91.2%；艺龙专注于住宿预订，2017年酒店预订收入占其总收入的93.8%。根据公司招股书中艾瑞咨询数据，按照交易额计算，2017年同程艺龙以合计9.8%的市场份额在国内的OTA行业排名第3，在住宿预订和交通票务的业务市场占比在四大OTA中也排名第3。

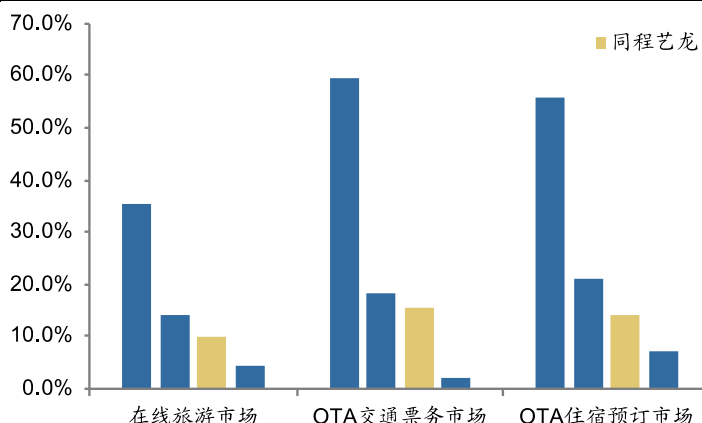
2018年3月，同程艺龙合并后，利用两方的优势，公司产品 and 用户资源得到有效整合，并且经营成本得以降低。2018年上半年同程艺龙的平均月活达到了1.6亿，平台在供应端也更加丰富，交通票务方面共提供421家国内及国际航空公司运营的超过6000条国内航线以及超过71.45万条国际航线、约45.3万条汽车线路和超过300条的渡轮线路，住宿预订上提供超过120万家酒店及非标住宿选择。

图1：同程和艺龙的收入结构及合并后的收入结构（18年上半年）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图2：公司的市场份额在四大OTA中排第三（按照GMV计算）



数据来源：公司招股说明书，艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

1.2 公司发展历程

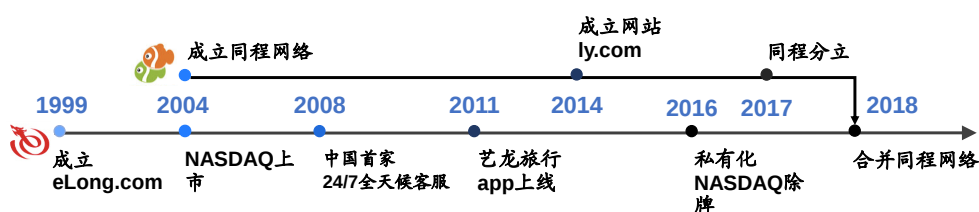
艺龙和同程分别于1999年和2004年创立，深耕于OTA行业，有着不同的发展路线和品牌定位。

艺龙—专注于住宿预订的老牌OTA：1999年5月elong.com成立，提供包括旅游信息查询、住宿预订服务、交通票务及广告服务在内的多种在线旅游服务。2004年10月，艺龙开曼的美国存托凭证在纳斯达克上市，成为中国最早上市的在线旅游公司之一。2007年12月，在进行重新战略分析后，艺龙将定位转变为专注于住宿预订服务的线上旅游服务平台。2015年前后，各线上旅游平台为争夺用户资源展开产品价格战。为了更有效地实施业务策略，2016年艺龙开曼在股东腾讯的主导下进行了私有化，从纳斯达克除牌。

同程—从B2B服务提供商到OTA：2004年同程网络成立，早期以“同程旅游”品牌专注于旅游行业的B2B服务的提供。2006起，同程网络将业务重心转为提供在线旅游服务，包括航空票务及住宿预订。2014年，网站“ly.com”成立，同程开始通过网站提供旅游服务。2017年同程对其业务进行了分立，同程网络只保留了线上旅游服务，其线下业务全部移交给同程控股。

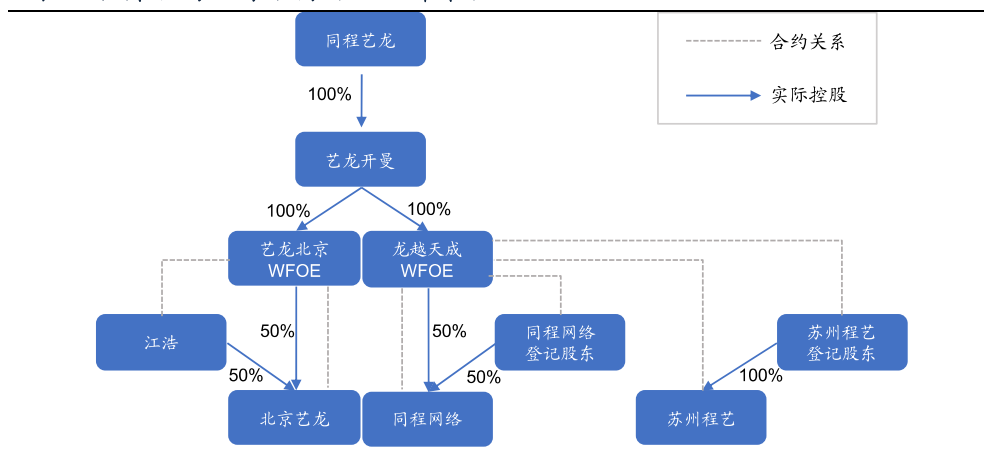
合并成为“同程艺龙”：2017年12月艺龙与同程签订了重组协议，并且于2018年3月完成收购合并事宜，重组后公司通过艺龙北京WFOE和龙越天程WFOE拥有北京艺龙和同程网络各50%的股权，并且通过一系列合约的订立获得了对北京艺龙、同程网络和苏州程艺的实际控制权和经营所得利益。合并后公司的核心业务由同程网络和北京艺龙继续通过各自拥有的域名开展，苏州程艺则为同程和艺龙平台提供保险代理等业务。

图3：艺龙和同程的发展历程



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图4: 合并后的公司结构 (2018年末)



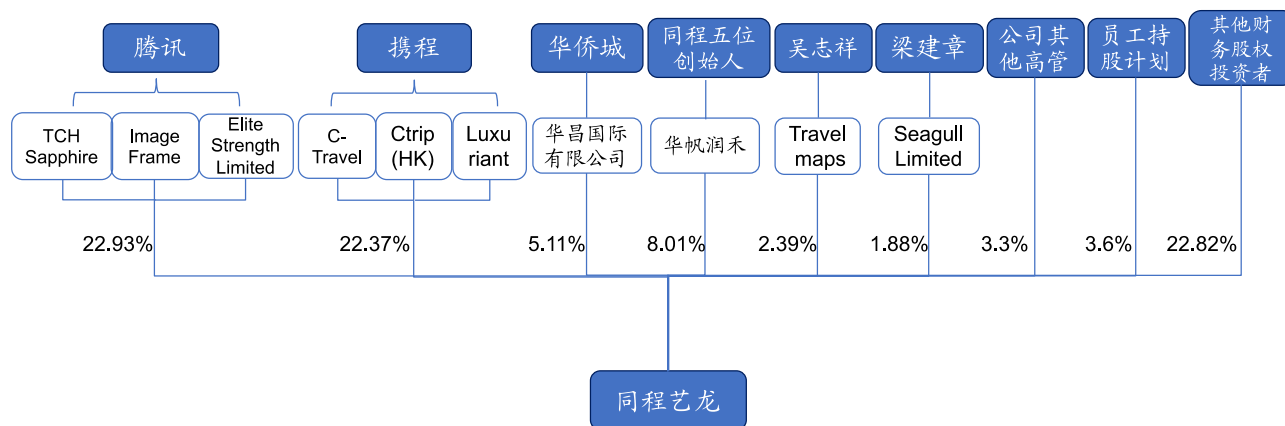
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

1.3 公司股权结构

腾讯和携程是同程艺龙最大的两位股东，在上市前，腾讯通过其全资子公司TCH Sapphire、Image Frame和Elite Strength Limited持股占比达24.92%，携程通过全资子公司C-Travel、Ctrip (Hong Kong)及Luxuriant持股达24.31%。根据招股说明书，上市完成后腾讯及携程有权行使公司股份附带的投票权，分别占本公司全部已发行股本约23.18%及22.61%。由于12月20日公司发布了行使超额配股权公告，目前腾讯持股比例为22.93%、携程为22.37%。

同程的五位创始人通过华帆润禾持有公司8.01%的股权，另外吴志祥先生通过Travel Maps Limited持有公司2.39%的股权。

图5: 公司股权结构 (12月20日行使超额配股权后)



数据来源：公司招股说明书，公司行使超额配股权公告，广发证券发展研究中心

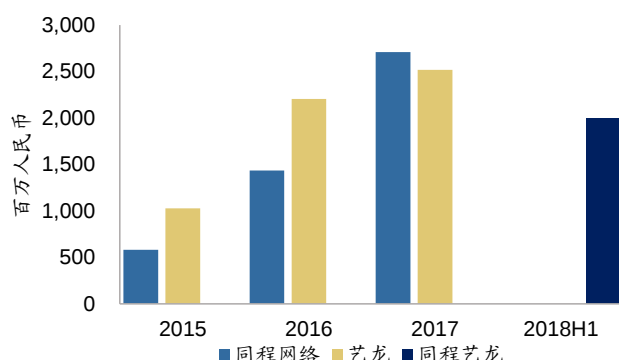
1.4 近年经营情况

近年来，同程和艺龙在总收入上都实现了大幅增长，艺龙的总收入自2015年的10.26亿元增加至2017年的25.19亿元，复合增长率达到56.7%，同程网络的总收入

由2015年的5.81亿元增长至2017年的27.08亿元，其复合增长率达到116%。合并后在18年上半年，公司总收入达到了19.97亿元。

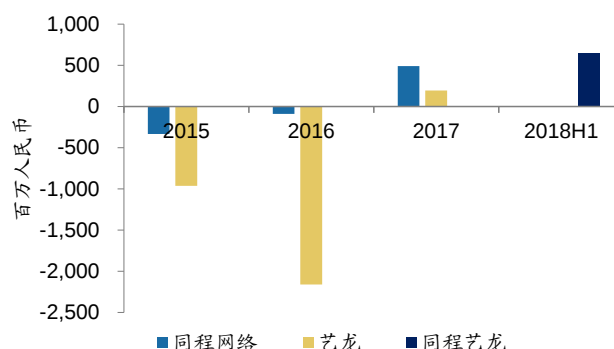
从利润端看，两公司都在2017年成功扭亏，实现盈利。在2015和2016年，艺龙分别录得9.63亿元和21.61亿元的亏损，同程网络录得3.35亿元和0.91亿元的亏损；2017年，艺龙和同程分别录得1.1亿元和4.91亿元的盈利。合并后截至18年6月，公司总利润为6.49亿元。但是18年上半年，公司的净利润中包括9.08亿元人民币的可赎回可转换优先股的公允价值变动以及重组及收购的相关开支4.47亿元。如果剔除这部分非经常性项目，公司在2018年上半年的净利润为1.9亿元人民币。

图6：同程和艺龙营业收入情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图7：同程和艺龙均在2017年实现扭亏为盈



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

同程艺龙的核心业务为住宿预订和交通票务预订，近年来这两块业务的交易额和收入都保持增长。合并前艺龙超过90%的收入都来自住宿预订，酒店间夜的采购方式主要包括三种：直接与供应商签约、与携程共享库存以及向其它旅游代理商签约。

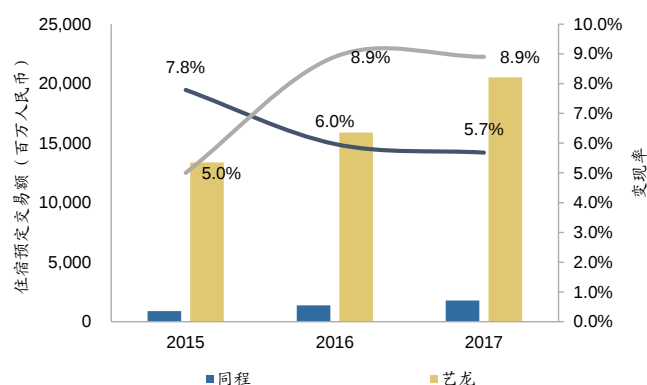
公司的住宿预定业务主要分为批发模式和代理模式。在批发模式下，平台为了保证一定的客房间夜的库存，会向供应商买断一部分客房间夜，并承担该部分客房间夜的存货风险，而收入则计为向用户收取的订单金额计算。近年来这种批发模式在公司的预订间夜总数中占比逐年减少。而在代理模式下，公司不承担客房间夜的存货风险，并且只将通过预定而收取的佣金计入收入。在18年上半年，公司净佣金收入在住宿预订总收入中的占比达到了92.6%。

在2016/17年，公司住宿预定业务的变现率均为8.7%。公司的变现率来自于客房间夜预定的佣金（10%左右），扣除给用户的折扣券等返点（2%左右），以及酒店预定的配套增值服务收入。目前平台住宿预订的增值服务包括预订酒店的到店消费、广告收入等。酒店的到店消费主要覆盖用户所入住的酒店餐饮、spa等消费项目。另外公司推出了供用户转让预订的增值服务，针对提前付款不能取消的酒店，如果用户出现了行程更改，可以将其预订的房源放到平台上进行折价转让其它顾客，减少用户损失。

同程艺龙的交通票务部分主要由同程网络贡献，在2016/17年的变现率分别为2.8%和3.2%。公司的交通票务预定交易额主要来自于机票和火车（含高铁）票。其

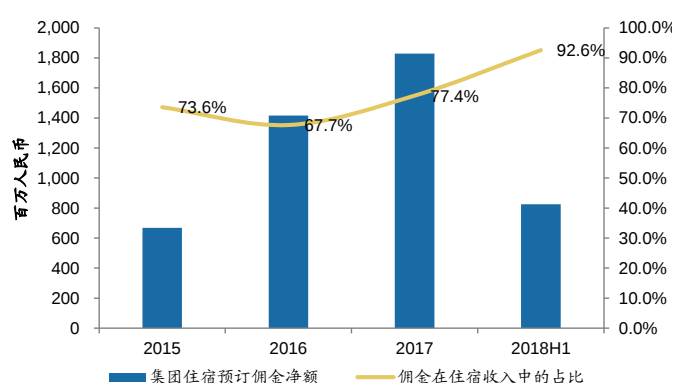
中在2018上半年,机票交易额占交通票务交易额的48%,其余主要为火车(含高铁)票。公司自机票预定业务收取的佣金率较低,而火车票业务则没有销售佣金。交通票务预定的收入主要来自于出行保险以及其它配套增值产品。如火车票的增值服务产品包括抢票、保险、接送站、送票和送餐等,其中以抢票服务和保险最为主要。机票的增值服务主要包括接送机、贵宾厅和保险等。近期公司针对飞机票务推出了“退改无忧险”,购买了“退改无忧险”的用户,可以在飞机起飞前使用该产品来抵消更改或取消行程所产生的费用。公司的交通票务方面没有任何预采购和囤货,因此不承担存货风险。

图8: 住宿业务收入主要由艺龙贡献



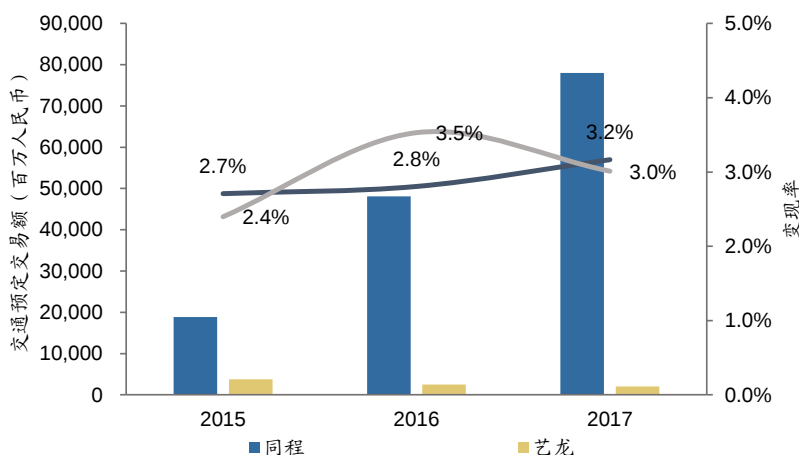
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图9: 批发模式在住宿预定业务中占比下降



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图10: 交通票务业务收入主要由同程网络贡献

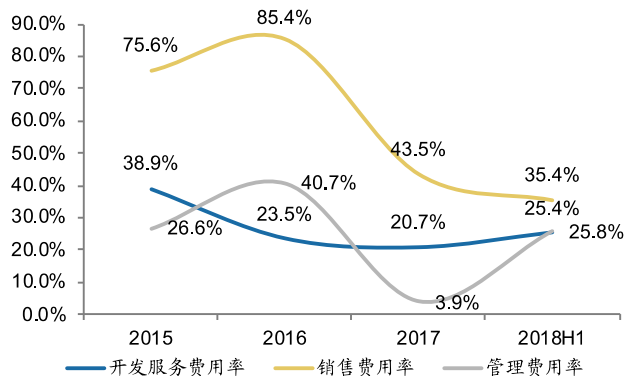


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

16年以来, OTA市场价格战平息, 行业格局逐渐稳定, 公司的费用率在过去几年呈下降的趋势。合并前, 同程网络的各项费用率一直保持下降。艺龙的服务开发费用率在15-17年间逐渐降低, 2018年H1由于并购同程有所上升。其中艺龙的销售费用率在2016年提高到85.4%, 主要是由于向股东腾讯发行可转换优先股, 其中作为推广营销服务报酬而计入了10.45亿元的一次性广告推广开支, 剩余的1.63亿元则计入无形资产按照5年直线摊销, 2017年销售费用率降至43.5%。

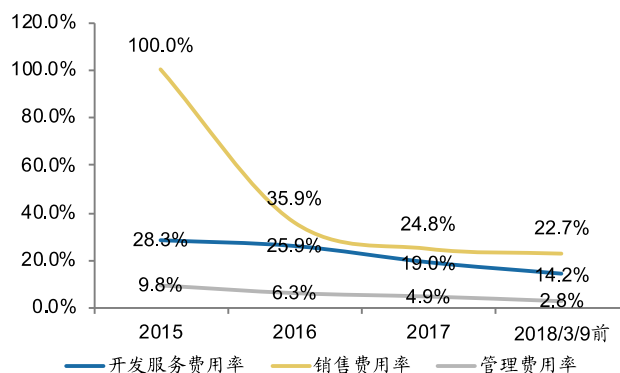
根据同程和艺龙的合并费用率来看，2015-2017年销售费用率和开发费用率都逐年下降，2018H1的管理费用率有所上升，主要是合并交易导致了管理费用部分增加了3.44亿元。

图11: 艺龙费用率变化



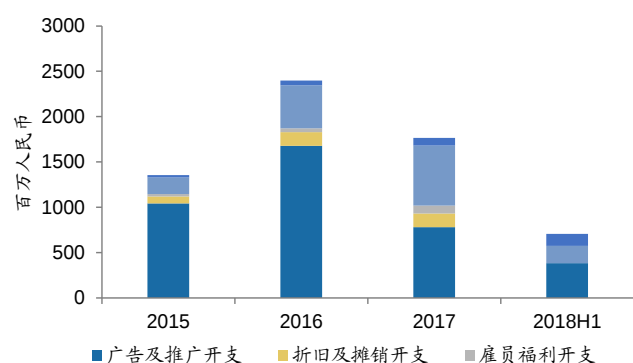
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图12: 同程费用率变动



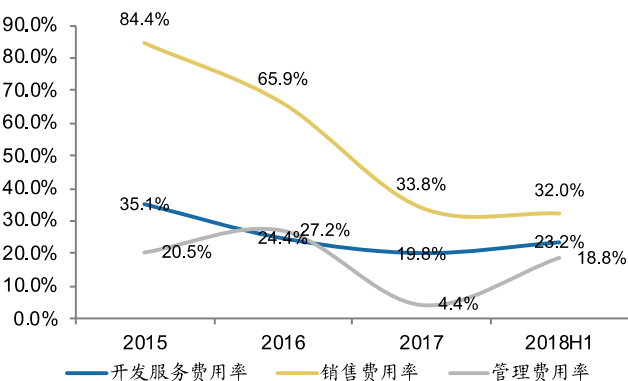
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图13: 合计销售费用组成



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图14: 同程艺龙合计各项费用率变动



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

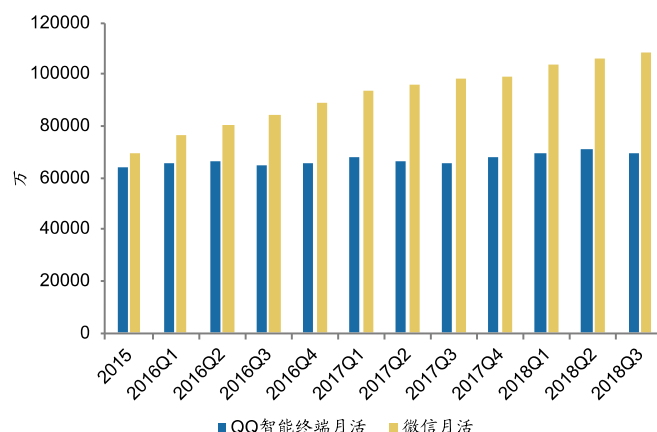
2. 接入腾讯社交平台，获客成本优势显著

2.1 借力腾讯社交平台流量，月活用户快速增长

根据Questmobile发布的《中国移动互联网2018年秋季大报告》，2018年9月中国移动互联网用户规模达11.2亿，其中腾讯作为移动互联网第一梯队，其活跃用户量已达到10.8亿，对中国现有网民的覆盖达到了96.4%。

在细分市场上，社交通讯app则占据了移动互联网用户最多的时间，其中腾讯旗下的微信和QQ是中国使用最广泛的社交应用软件。根据腾讯披露的月活用户数显示，QQ用户目前已趋近饱和，移动端月活在17-18年增长极低，保持在7亿左右；微信成为近两年网民使用最多的社交通讯APP，并且近两年月活用户总数一直保持增长，18年3季报数据显示微信与WeChat合计用户超过10.8亿，同比增长10.5%，环比增长2.3%。

图15: 微信和QQ是中国使用最广泛的社交软件

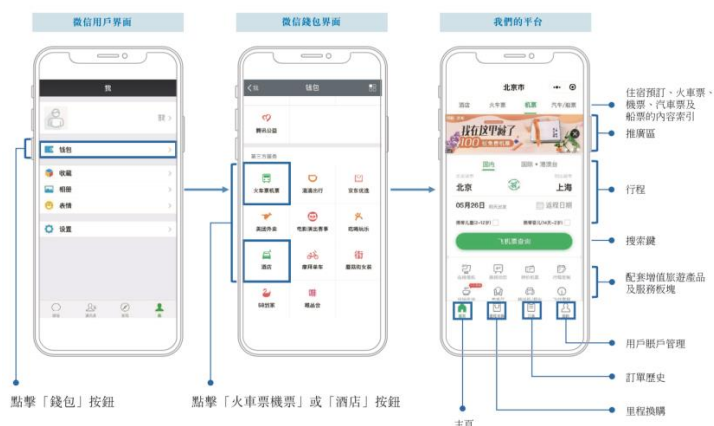


数据来源: 腾讯财报, 广发证券发展研究中心

依托于腾讯平台庞大的用户基础, 公司在接入腾讯平台后月活规模快速增长。同程艺龙是首批微信钱包界面运营入口的第三方在线服务供应商。在2014年4月, 同程成为微信钱包“火车票机票”入口的唯一运营商, 艺龙在2016年6月成为微信钱包“酒店”入口的唯一运营商。微信用户通过微信钱包九宫格入口即可进入同程艺龙平台进行操作, 不必退出程序或者下载额外的应用来完成预订, 特别是对于有即时订购需求的用户, 操作环节的便捷性得到极大提升。

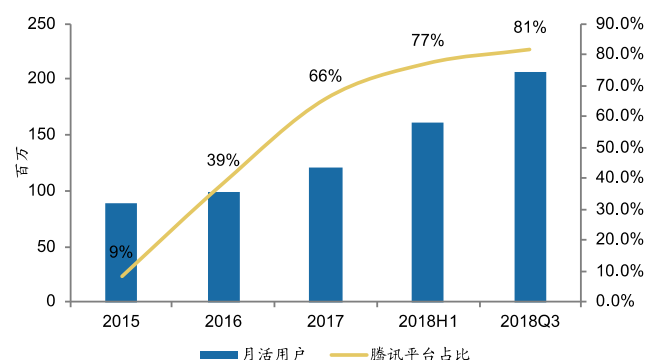
目前同程艺龙的流量入口包括腾讯旗下平台、移动应用程序和网站。在18年上半年, 同程艺龙的腾讯旗下平台的合并用户数达到了1.236亿, 同比增长约66%。而在18年3季度, 同程艺龙在腾讯旗下平台的月活用户达到1.681亿, 占同程艺龙月活用户的比例达到81.5%, 是其最主要的流量入口。

图16: 微信用户可通过钱包“火车票机票酒店”入口进入平台



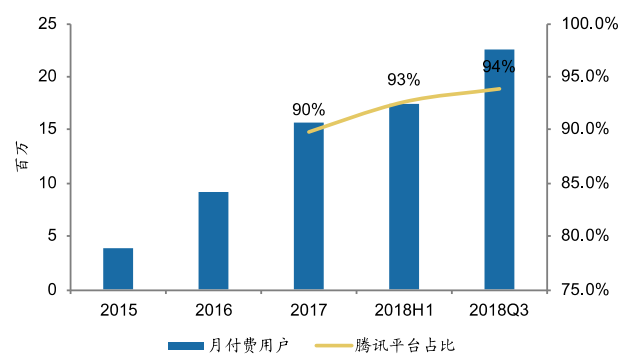
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图17: 同程艺龙月活用户快速增长



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图18: 月付费用户中来自腾讯平台的占比持续提高

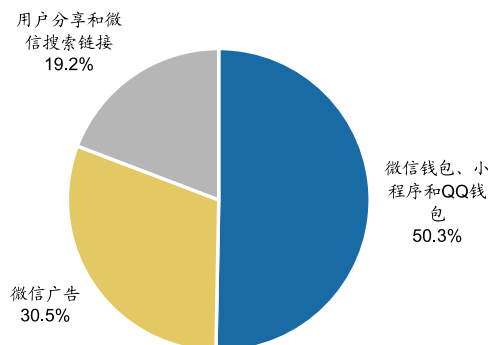


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

除了掌握微信钱包入口所带来的流量以外, 公司通过在腾讯平台的广告投放及互动营销活动来转化更多的微信用户。公司在腾讯平台的广告投放主要包括微信公众号文章底部的条幅广告和朋友圈的动态消息中的陈列式广告。此外, 公司也利用微信强大的社交网络, 开展互动营销活动来提升微信平台用户对同程艺龙品牌的认知度。例如微信用户若分享同程艺龙小程序链接, 邀请足够数量的微信朋友加入平台, 用户即可在预订时获得折扣。在2018年三季度, 广告引流用户在腾讯平台引流的用戶中占到30.5%, 社交分享和微信搜索占到19.2%, (若用户同时通过社交好友分享和另外两种方式进入平台, 公司优先将其算入社交分享的流量), 微信钱包和小程序及QQ钱包共占到50%左右。

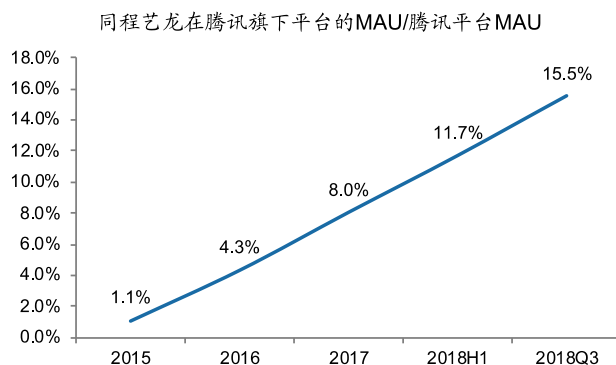
通过对微信钱包入口的掌控以及在腾讯平台的广告投放, 同程艺龙在微信平台的渗透率逐年上升。但是相较于目前微信超过10亿的月活数而言, 同程艺龙在微信的用户中的渗透率仍有可观的提升空间。拥有微信钱包界面运营入口的运营权使得公司在腾讯旗下平台的引流具有很高的性价比。同程艺龙与腾讯在2016所签订的合作框架为期十年。其中微信钱包入口的独家经营权第一阶段的五年的到期日为2021年7月31日。同时在第一阶段的五年结束后, 微信和移动QQ的平台中若涉及在线旅游产品, 在同等条件、同等产质量下将会优先考虑与同程艺龙合作。

图19: 同程艺龙在腾讯平台下不同方式引流的月活用户占比(18年3季度)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图20: 同程艺龙在腾讯MAU中的渗透率



数据来源: 招股说明书, 腾讯财报, 广发证券发展研究中心

2.2 获客成本降低提升公司盈利能力

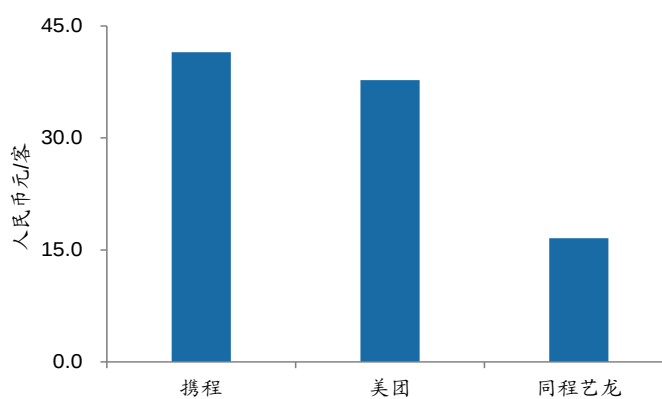
随着小程序快速普及,公司在腾讯旗下平台上的获客成本具有非常高的性价比。我们使用合计销售费用/平均月活用户数的方式计算获客成本。可以看出,对比业内其他公司,同程艺龙的获客成本远低于行业水平。由于艺龙在2016年7月向股东以发行优先股的方式共支出12.08亿,其中一次性计入营销费用共10.45亿元,另外计入无形资产的1.63亿,按五年直线摊销。我们将其进行调整,按照合约期5年将一次性支出的营销费用按照5年时间进行直线摊销。

表1: 同程艺龙获客成本测算

人民币百万	2015	2016	2017	2018H1 (年化)
销售费用-同程	580.8	515.2	670.7	
销售费用-艺龙	775.5	1,882.8	1,095.0	-
合计销售费用	1,356.2	2,398.0	1,765.7	1,412.2
(-)发行优先股一次性支出	-	1,044.9	-	-
(+) 调整优先股销售费用	-	87.1	209.0	209.0
(+)无形资产的直线摊销	-	13.6	32.6	32.6
调整后销售费用	1,356.2	1,453.7	2,007.3	1,653.8
同程月活	65.4	79.7	98.3	-
艺龙月活	23.3	19.8	22.9	-
合计平均月活	88.7	99.5	121.2	160.4
经调整获客成本 (人民币元)	15.3	14.6	16.6	10.3

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

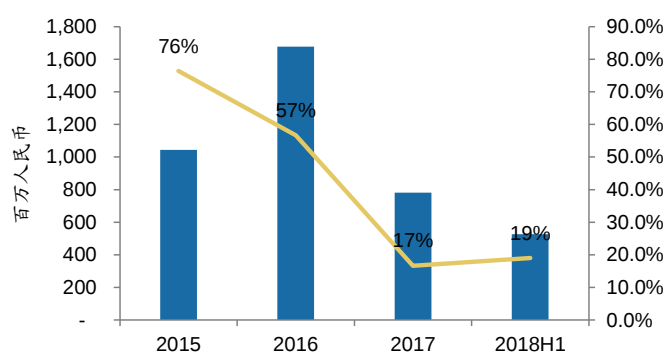
图21: 同程艺龙单个月活的销售费用远低于其他同行 (2017年)



数据来源: 公司招股说明书、美团招股说明书、携程年报, 广发证券发展研究中心

得益于合并带来的规模效应, 以及接入腾讯生态后销售费用率的降低, 公司的盈利能力得到提升。近年来同程和艺龙合计的广告和推广开支在整体净收入中的占比逐渐降低, 2018年上半年公司由于增加了广告及推广费用的开支, 占比有所提升, 这部分的增加在整体销售费用中被大幅降低的佣金费用所抵, 整体销售费用率依旧保持下降趋势。

图22: 同程艺龙的广告和推广开支及其在净收入中的占比



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心; 15-18H1为备考财务数据

3. 享受小程序崛起红利，在线预订市场份额有望提升

3.1 超级 APP 构建生态闭环，小程序优势渐显

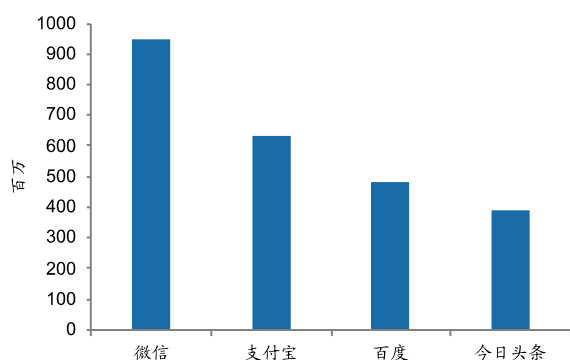
随着互联网生态的进化，许多功能性应用的流量入口已经逐步由搜索引擎主导转移到由APP和应用商店主导。但是对于用户来说，安装APP占用的手机资源较多。尤其是对于使用频次相对较低，不需要复杂内容呈现的应用场景来说，小程序作为更为轻型的应用具有明显优势。

2017年微信小程序上线，开启了“小程序+超级APP”的时代。和传统的独立APP相比，小程序不用安装，即开即用。用户在微信平台内可以直接完成搜索、推荐、分享、交易支付等过程，省去了APP的单独登录或者通过微信跳转APP的操作，提高了使用效率。

我们认为“超级APP”发挥其流量优势建立内部生态的趋势将继续。在2017年1月，微信首先推出小程序，9月支付宝上线小程序，18年7月百度智能小程序上线，11月今日头条上线小程序。各家小程序的用户场景不同，主要集中在各家APP的优势方向上。根据Questmobile的报告数据，目前微信小程序占据先发优势，月活用户数最多，小程序数量超过100万个，并且在当前的小程序生态所依赖的流量载体中，微信所覆盖的用户数最多。

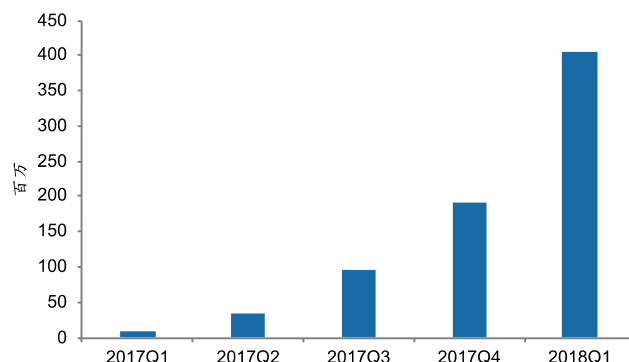
微信小程序生态的进一步成熟完善，带动用户存留上升。微信小程序上线初期，由于小程序数量少、入口深，用户增长较为缓慢，2017年底小程序开放游戏类型，并将入口放到下拉页面，月活人数得到快速提升。之后随着小程序数量增加，覆盖用户场景增加，微信小程序生态逐渐完善，中长尾的小程序流量占比逐渐提高。随着不同维度的活跃小程序增加，用户留存率上升，其价值也不仅仅停留于导流层面，逐渐向运营方向转化。

图23: 不同超级APP平台覆盖月活用户数比较



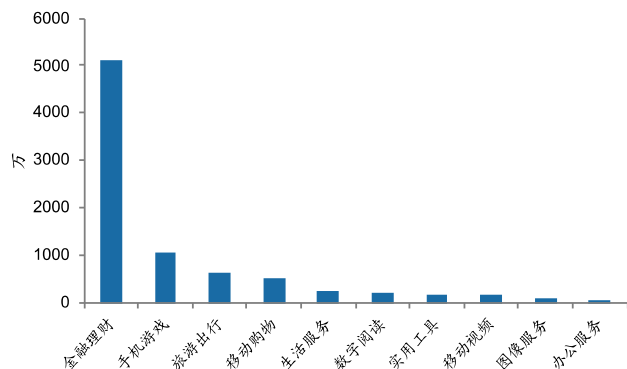
数据来源: Questmobile《移动互联网全景流量洞察》(2018年11月数据), 广发证券发展研究中心

图24: 微信小程序的MAU在18年初开始快速增长



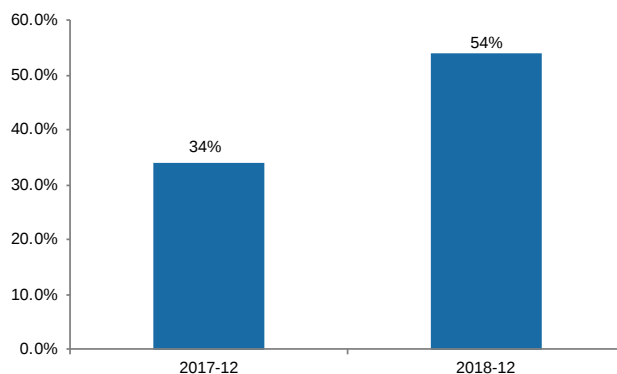
数据来源: Questmobile《2018中国移动互联网春季报告》, 广发证券发展研究中心

图25: 不同细分行业的小程序覆盖用户数



数据来源: Questmobile《2018中国移动互联网春季报告》(2018年3月), 广发证券发展研究中心

图26: 微信小程序的用户次日存留上升



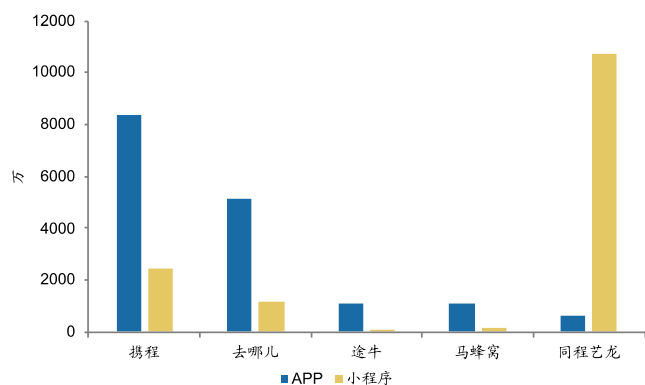
数据来源: 2019微信公开课PRO, 广发证券发展研究中心

3.2 受益于小程序流量红利, 月活用户存留和复购率有望提升

受益于小程序流量红利, 同程艺龙月活跃用户和月付费用户快速增长。对于大部分人来说旅游属于相对低频消费, 旅游出行小程序给用户提供了新的选择。用户不用再安装APP, 即可在微信内进入小程序完成预定操作, 节省了用户的手机资源。在微信小程序的细分行业数据统计中, 旅游出行相关小程序的用户数占到第三位。

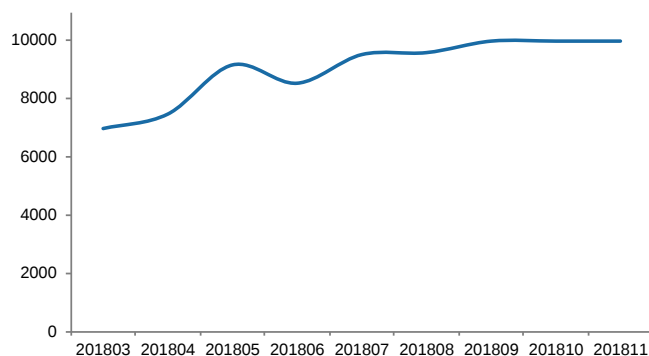
同程和艺龙是第一批可通过小程序获取服务的OTA, 微信钱包的九宫格入口也直连小程序平台, 同程艺龙以小程序平台为中心进行运营, 和其他的旅游服务平台相比, 同程艺龙借助小程序平台引流的用户数极高。根据小程序权威排行榜阿拉丁数据, 目前同程艺龙关联公众号115个, 公众号预估阅读量47.1万。2018年9月至12月, 得益于假期和年末旅游需求增加, 同程艺龙酒店机票火车票的小程序指数达到满分10000, 一直保持在榜单首位。

图27：不同旅游平台的app和小程序用户数比较
(2018年6月)



数据来源：Questmobile《中国移动互联网2018半年大报告》，
广发证券发展研究中心

图28：同程艺龙的小程序指数不断上升



数据来源：阿拉丁小程序指数，广发证券发展研究中心

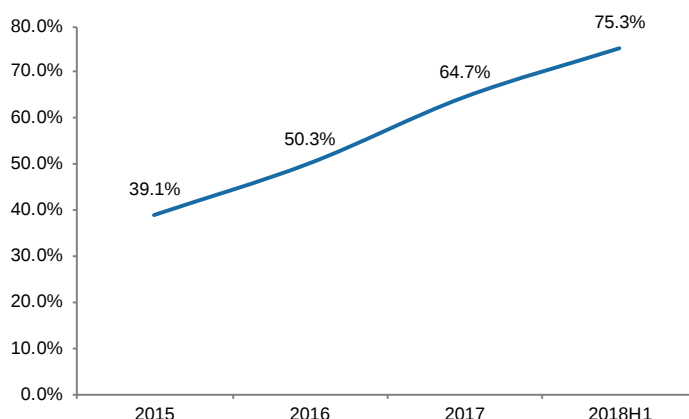
小程序生态持续进化将可能带动用户存留和复购率提高。微信推出小程序平台后，钱包入口可以直接导入小程序平台，在2017年底，微信添加了下拉聊天界面进入小程序，提高了用户的使用便利性。2018年7月，微信更新添加了小程序的两个功能：把常用小程序添加至我的小程序，以及品牌搜索直接给商家带来品牌官方区和微主页。用户进入平台入口的方式不断增加。用户对其常用小程序可以进行保存设置，提高了高频用户的使用体验，有利于增强用户黏性，用户复购率也随之提高。据公司招股书披露，复购订单在公司合并总交易额中的占比从2015年的39.1%上升到2018年上半年的75.3%。

图29：同程艺龙微信小程序平台入口多样化



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图30: 交易额中复购占比进一步提高



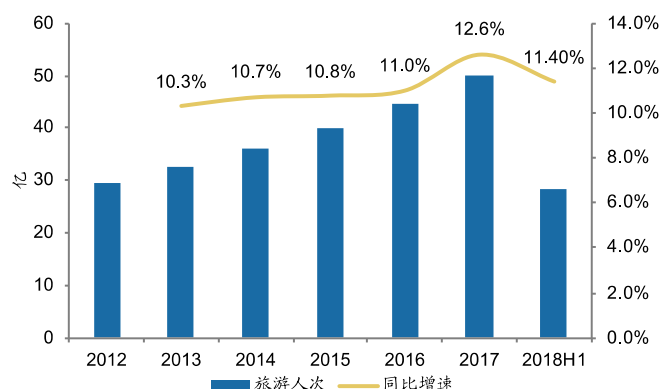
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

4. 非一线城市旅游需求释放, 同程艺龙占据先发优势

4.1 非一线城市的旅游需求仍有较大成长空间

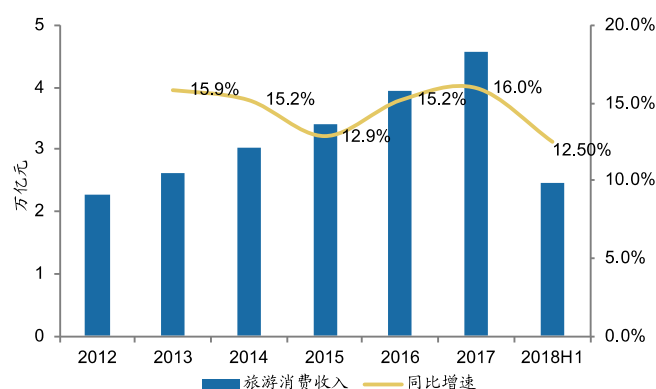
根据国家旅游研究院统计, 近五年我国国内旅游人次和旅游收入都保持双位数的增长, 2018年上半年国内旅游人次达28.26亿, 同比增长11.4%; 出入境总人次达1.41亿, 同比增长6.9%; 国内旅游收入2.45万亿元, 同比增长12.5%。我国旅游的主力仍是城镇居民, 在国内旅游人次中, 城镇居民占19.97亿人次, 旅游支出1.95万亿元。

图31: 国内旅游人次保持双位数增长



数据来源: 国家旅游研究院, 广发证券发展研究中心

图32: 国内旅游收入增速较高



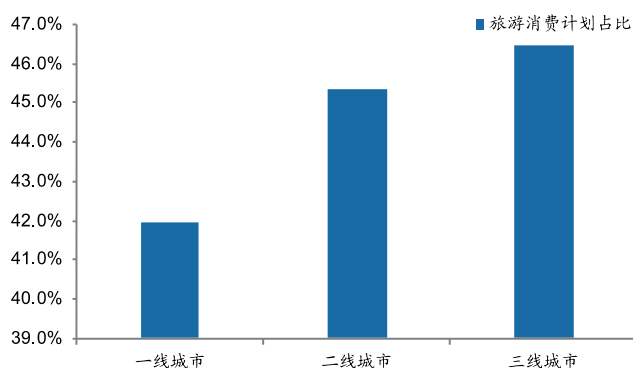
数据来源: 国家旅游研究院, 广发证券发展研究中心

非一线城市居民旅游需求仍有较大成长空间。据艾瑞咨询的统计显示, 2017年的我国居民旅游总支出中, 89.7%来自于非一线城市居民, 并且预计2017-2022年的复合增长率将达到11.7%, 远高于一线城市的6.3%。非一线城市具有人口基数大、旅游消费意愿高、消费能力增长快等特点。虽然一线城市的人口密度大, 但从人口总数来看, 非一线城市的体量相当可观。

和一线城市相比，非一线城市居民工作时间较少，空闲时间更多，休闲娱乐时间充裕。根据《中国经济生活大调查2017》数据显示，和一线城市相比，二三线城市的旅游消费意愿更高。尼尔森的消费者信心指数报告数据也显示，一线城市消费者信心指数在2018年有所下降，但三线城市的消费信心指数明显提升，并在2018年Q2超过了一线城市。

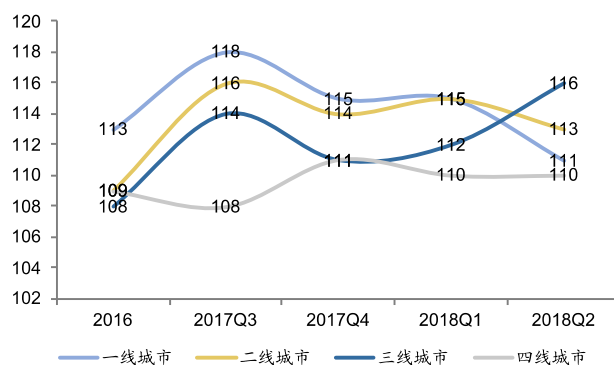
根据中国旅游研究院发布的《2018年上半年出境旅游大数据报告》，虽然一线城市仍旧是出境游最多的消费客群，但“新一线”城市为出境游市场贡献了最大的新客群，并且他们的消费能力已经比肩一线城市。在报告统计的出境游人均消费最多的十大城市中，一线城市仅有北京和上海上榜，并且长春和温州超过北京，分别位居排名的1、2位；另外从出境游人口增速来看，非一线城市的市场活跃度进一步提升，排名首位的西安的出境游人口同比增速达到了180%左右，显示出可观的市场潜力。

图33：非一线城市居民的旅游消费意愿超过一线



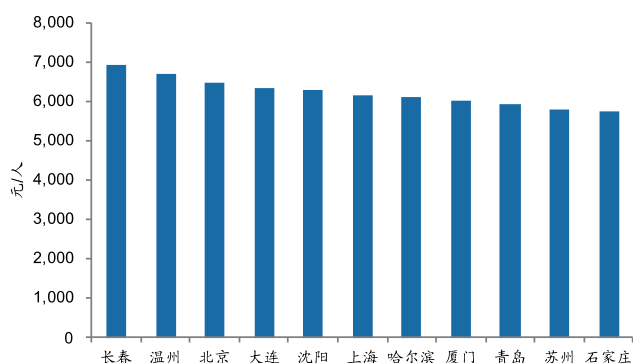
数据来源：《2017中国经济生活大调查》，广发证券发展研究中心

图34：中国消费者信心指数



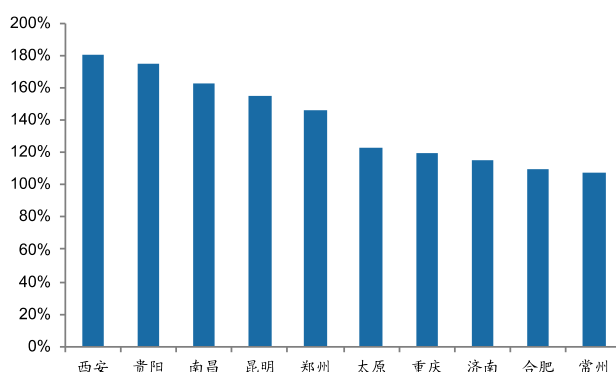
数据来源：尼尔森《消费者信心指数报告》，广发证券发展研究中心

图35：18年上半年出境游消费能力前10城市排名



数据来源：中国旅游研究院《2018年上半年出境旅游大数据报告》，广发证券发展研究中心

图36：18年上半年出境游人数同比增速前10城市排名



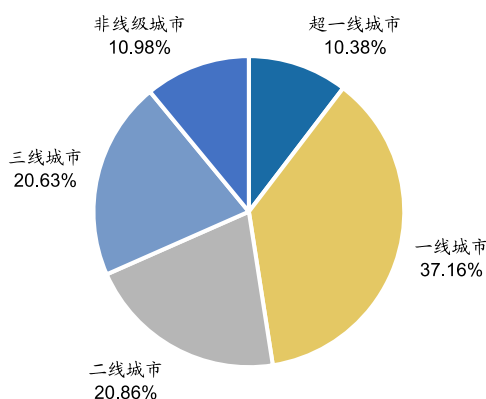
数据来源：中国旅游研究院《2018年上半年出境旅游大数据报告》，广发证券发展研究中心

OTA行业的非一线城市发展不仅受益于居民旅游消费的增长，也受益于其在

低线城市覆盖率的增长。根据易观发布的《2018年上半年中国移动互联网网民行为分析》，中国现有网民结构中一线及超一线城市共占比47.5%，结合人口基数，非一线城市网民规模的占比远低于一线城市占比。而OTA在非一线城市的渗透率低，根据Trustdata数据显示，在线上酒店预订的整体用户结构中，二线城市和三线及以下城市的月活用户数分别为2969.5万和4590.9万人，考虑到非一线城市庞大的人口基数和网民数，OTA在非一线城市，特别是三线及以下城市的渗透率仍有很大发展空间。

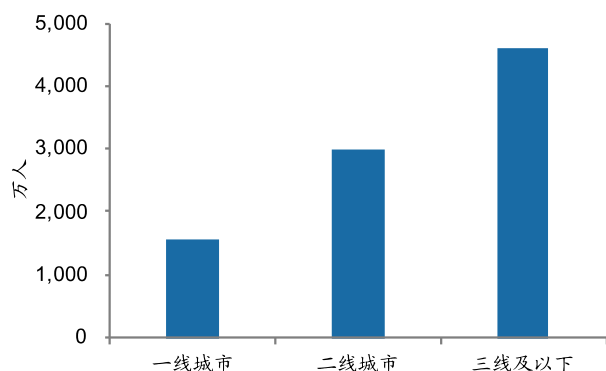
根据Trustdata统计，非一线城市用户是近年来用户规模持续增长的主力，2018年1季度线上酒店预订的新增用户中48.6%来自于三线及以下城市，2季度的新增用户中，三线及以下城市的新增用户占比更是达到了70%以上，成为主要增长点。基于非一线城市庞大的人口基数和居民逐步上涨的消费水平，随着渗透率的升高，低线城市将会成为OTA未来竞争的关键市场。

图37：我国存量网民占比一线城市依旧领先（2018年6月）



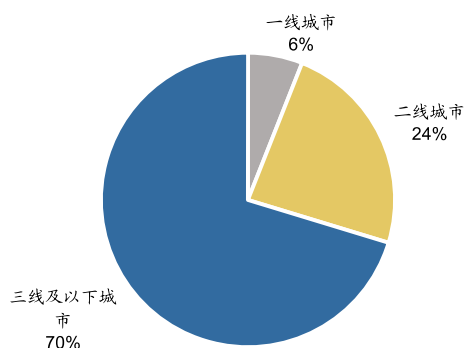
数据来源：易观《2018年上半年中国移动互联网网民行为分析》，广发证券发展研究中心；
超一线城市定义为北上广深，一线城市为成都、杭州等15个城市；

图38：线上酒店预订的月均MAU城市分布（18年Q2）



数据来源：Trustdata《2018年Q2中国在线酒店预订行业发展分析报告》，广发证券发展研究中心

图39：线上酒店预订新增用户大多数来自低线城市（18年Q2）



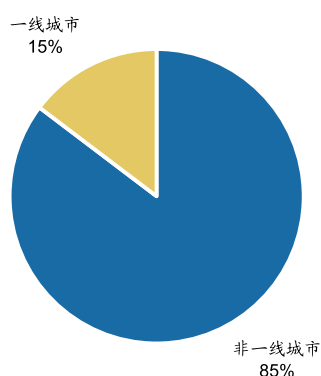
数据来源：Trustdata《2018年Q2中国在线酒店预订行业发展分析报告》，广发证券发展研究中心

4.2 同程艺龙用户结构以非一线城市为主，渠道下沉具有先发优势

同程艺龙自2016年起就在非一线城市增加线下营销活动，扩充其在非一线城市的品牌知名度和覆盖率。和其他OTA相比，公司平台上非一线城市用户占比高，现有用户结构中超过85%来自于非一线城市，在渠道下沉方面有先发优势，有利于进一步挖掘和拓展市场。

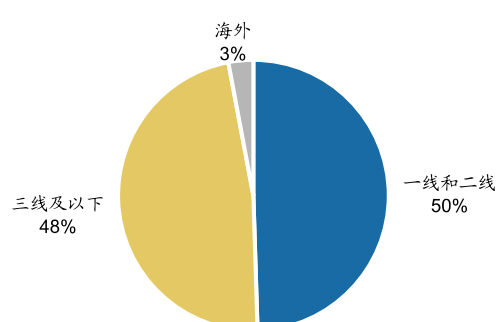
考虑到微信在非一线城市具有的稳固地位，小程序上线后也在非一线城市快速渗透，根据腾讯在“2019微信公开课PRO”公布的数据，截止到2018年底，小程序的用户结构中三四线城市达到了48%。同程艺龙拥有微信钱包中交通票务和酒店入口的独家经营权，而公司目前仍然在微信生态圈进行推广投入，因此我们认为公司将能够凭借小程序的红利提升在非一线城市的渗透率。

图40：同程艺龙用户城市结构（2018年中）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

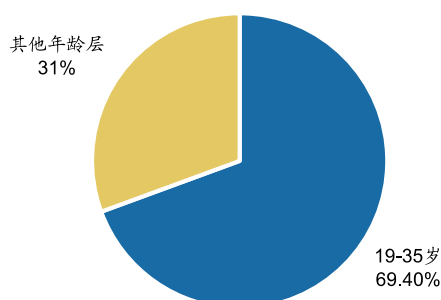
图41：2018年微信小程序在不同级别城市的用户结构



数据来源：2019微信公开课Pro，广发证券发展研究中心

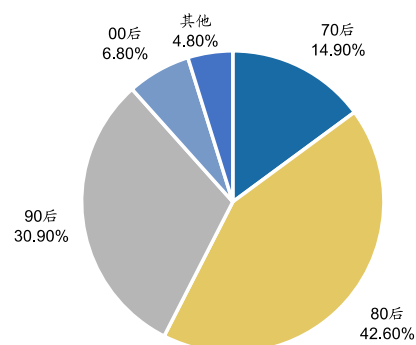
另外从消费者年龄结构上看，根据艾瑞咨询调查显示，19-35岁人群是目前的消费主力人群，而Trustdata的数据也显示，80和90后是线上酒店预订的主力。目前同程艺龙的月活用户结构中处于19-35岁的用户占比达到69.4%，和消费主力人群吻合。从用户的城市和年龄结构上来看，同程艺龙将会充分受益于非一线城市的旅游消费需求的增长。

图42：同程艺龙的用户年龄结构（18年4月）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图43：线上酒店预订消费以80/90后为主（18年Q2）



数据来源：Trustdata《2018年Q2中国在线酒店预订行业发展分析报告》，广发证券发展研究中心

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

我们在对公司的盈利预测中做出如下假设：

月活用户数：我们预测同程艺龙的月活用户数量在2019/2020年继续快速增长，月活用户数量的增长主要来自于同程艺龙小程序在微信用户中渗透率的提升。随着微信小程序数量的增长，覆盖用户场景的增加，微信小程序的生态将更加完善，用户对小程序的使用习惯也在逐步养成。同时公司持续在微信生态圈中进行广告投入，这将进一步提高同程艺龙小程序在微信月活用户中的曝光度。用户对于小程序使用习惯的养成也将提升月付费用户在月活用户中的占比。

营业收入：我们预计公司营业收入增长的主要驱动因素是月活用户数量的增长以及月付费用户在月活用户中占比的提升所带来的交易额的提升。我们认为公司住宿及交通预定业务的平均订单价格将基本保持稳定，交易额的提升将主要由月付费用户数量的增长而驱动。此外，我们预计公司在交通预定以及住宿预定业务的变现率在2019/20年将保持平稳。公司的研发部门致力于围绕交通及住宿预定产品而开发增值服务，如“退改无忧”，“慧行2.0”等。这些增值服务在长期来看，将有可能提升公司预定业务的变现率。

销售费用：我们预计公司的销售费用将继续增长，这主要是因为公司仍将维持在微信生态圈的营销力度。但是受益于公司营业收入的快速增长，销售费用在19/20年的占营业收入的比例将有所下降。此外销售费用中的佣金开支预计也将继续下降，这是因为公司经由其它OTA平台进行销售的酒店间夜数量下降所致。

研发费用：我们预计公司的研发费用将会继续增长。公司的研发投入将主要用于建立公司的大数据以及人工智能能力。这些研发投入将有可能在未来带来更多增值服务以提升公司的变现率，以及压缩人力成本如客服人员的支出等。但是受益于公司营业收入的快速增值，我们预计研发费用占营业收入的比例将略有下降。

归母净利润：我们预测，公司在18-20年归母净利润分别为11.88/12.78/16.91亿元，同比增速分别为73.2%/7.6%/32.2%。公司净利润的增长将主要来自于公司营业收入的增长以及营业费用率以及研发费用率的下降。此外在2018年上半年，公司由于重组及上市产生了一次性开支，导致管理费用有所上升。但是我们预计在2019年，公司的管理费用率将有所下降。

自由现金流：我们预测公司在18-20年的自由现金流分别为8.1亿人民币，15.1亿人民币以及20.4亿人民币。我们使用EBIT，减去所得税、资本支出、运营资金增长，加回折旧以计算自由现金流。公司在2018年上半年由于上市，重组等原因产生了4.47亿人民币的管理费用。如果剔除这部分一次性支出，我们预测2018年的自由现金流则为12.6亿人民币。公司在2019/20年自由现金流的增长主要来自于营收增长以及销售、管理及研发费用下降所带来的EBIT增长。此外我们预计公司的折旧费用以及营运资金在19/20年基本保持稳定。

表2: 同程艺龙盈利预测关键假设

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
平均月活用户数 MAU (百万)	88.7	99.5	121.2	171.4	221.9	275.5
YOY %		12.2%	21.8%	41.4%	29.5%	24.1%
分平台						
腾讯平台	7.6	38.5	79.6	135.3	189.4	246.3
手机 APP 和 WAP 和网站	81.1	61.0	41.6	36.1	32.5	29.2
平均付费用户数 (百万)	3.9	9.1	15.6	20.2	28.8	38.6
YOY %		133.3%	71.4%	29.6%	42.6%	33.7%
营业收入 (百万人民币)	1606.6	3639.5	5226.1	5874.2	7780.5	9712.9
YOY %		126.5%	43.6%	12.4%	32.5%	24.8%
分业务						
交通票务	599.2	1435.0	2529.7	3189.3	4276.5	5374.5
住宿预订	977.8	2176.5	2463.0	2428.1	3221.7	4027.8
其他	29.6	28.1	233.4	256.7	282.4	310.6
净利润 (百万人民币)	-1298.1	-2251.7	685.7	1187.9	1278.5	1690.8
YOY %		73.5%	-130.5%	73.2%	7.6%	32.2%

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

5.2 投资评级

我们使用DCF估值法对公司进行估值。我们的假设包括WACC为13% (Beta=1.0, 市场风险溢价=10%, 以及无风险收益率3%)。我们预测公司在2018-22E的自由现金流分别为8.1亿/15.1亿/20.4亿/24.6亿/28.6亿人民币。此外我们假设在2022-2025年间, 公司自由现金流的中期增长率为8%, 并在2026年开始同比增速每年下降2%直至达到2028年2%的末期增长率。依据以上假设, 我们计算出公司股票的合理价值为每股17.9港元, 对应2019年P/E为25.1x。我们同时也对公司股票合理价值对于WACC以及自由现金流的中期增长率等关键假设进行了敏感性分析。

公司当前股价14.74元港币(2019年2月19日收盘价), 对应我们盈利预测的2019年P/E为20.7x。这低于OTA行业市占率第一的携程网的25.3x的2019年P/E, 也低于中国连锁酒店行业市占率第一的华住30.9x的2019年P/E。但是同程艺龙2019年P/E要高于其它连锁酒店品牌, 如格林酒店, 锦江股份, 以及香格里拉。

我们认为同程艺龙将能够通过享受微信小程序生态崛起的红利而提升住宿及交通预订市场中的份额。同时公司在微信生态圈中较低的获客成本也将提升公司的盈利能力。我们首次覆盖公司, 给予买入评级。

表3: 同程艺龙自由现金流预测

RMB mn	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	598	343	1,489	2,019	2,668	3,154
所得税	-21	-76	-226	-346	-457	-540
折旧	297	560	555	568	568	568
资本支出	-515	-194	-257	-321	-352	-394
营运资金变化	1,534	179	-56	121	32	77
自由现金流	1,893	813	1,505	2,041	2,460	2,864

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表4: 公司股票合理价值相较于WACC以及中期增长率假设的敏感性分析

WACC/中期增长率	6%	7%	8%	9%	10%
11%	19.80	20.90	22.10	23.30	24.70
12%	17.80	18.70	19.70	20.80	21.90
13%	16.20	17.00	17.90	18.70	19.70
14%	14.90	15.60	16.30	17.10	17.90
15%	13.80	14.40	15.00	15.70	16.50

数据来源: 广发证券发展研究中心; 说明: 行为自由现金流中期增长率假设, 列为 WACC 假设

表5: 酒店旅游行业可比公司估值表 (2019年2月19日收盘价)

可比公司	股票代码	市值(百万港币)	股价	单位	2017	2018E	2019E	2020E
OTA								
携程网	CTRP.O	142,934	33.3	USD	31.1	26.5	25.3	18.0
途牛	TOUR.O	4,558	4.7	USD	-	-	65.2	26.9
同程艺龙	00780.HK	31,645	14.7	HKD	-	22.3	20.7	15.7
酒店								
华住	HTHT.O	75,439	32.9	USD	50.2	41.1	30.9	24.3
格林酒店	GHG.N	9,109	11.1	USD	-	17.1	14.8	12.7
锦江股份	600754.SH	24,364	24.2	CNY	26.3	20.8	17.3	13.9
香格里拉	00069.HK	37,146	10.4	HKD	30.0	20.3	17.4	16.7

数据来源: 广发证券发展研究中心; 同程艺龙、华住基于广发证券盈利预测, 其余公司估值基于彭博一致盈利预期

6. 风险提示

6.1 行业竞争加剧的风险

中国OTA行业竞争激烈, 未来可能有更多的国内参与者以及寻求扩张的国际旅游公司将会加入竞争。另外旅游服务供应商之间不断变化的竞争格局也有可能对公司产生不利影响, 特别是酒店和航空公司不断加大其线上销售力度, 未来主要供应商之间的整合和结盟可能会导致OTA的议价能力减弱。

6.2 与腾讯合作关系恶化的风险

公司与大股东腾讯在多个领域有合作关系，特别是公司的月活用户和月付费用户高于依赖于腾讯旗下的社交平台。目前同程艺龙拥有腾讯旗下微信和QQ平台的“酒店”和“机票火车票”入口的独家经营权，但合作协议的第一阶段将在2021年7月31日结束。在此之后若腾讯开发自己的线上旅游业务或者选择与其他OTA合作，将会极大的影响公司的客流。

6.3 公司与上游供应链合作关系恶化的风险

公司的酒店及出行业务的上游供应商集中度较高，向五大供应商合计的购买额占比较大。其中携程及其联属公司作为公司主要股东之一，也属于公司的五大供应商。公司能否与少数供应商维持良好关系，并且这些供应商能否为公司持续提供高质量的产品和服务都将极大的影响公司未来业务。

财务摘要						现金流量表					
截至12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	截至12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	3,640	5,226	5,874	7,781	9,713	净利润	-2,252	686	1,188	1,278	1,691
销售成本	-1,563	-1,671	-1,498	-1,776	-2,066	少数股东权益调整	-21	-1	0	0	0
毛利	2,076	3,556	4,377	6,005	7,646	折旧及摊销	-129	-143	-560	-555	-568
服务开发开支	-889	-1,037	-1,351	-1,556	-1,943	其他非现金项目	2,378	363	445	1,235	1,298
销售费用	-2,398	-1,766	-1,972	-2,516	-3,175	营运资金变动	-13	1,119	-184	-56	121
管理费用	-989	-230	-820	-584	-680	经营现金流	-38	2,024	889	1,903	2,541
计入当期损益的投资公允价值	-4	1	27	31	34	资本支出	-187	-522	-190	-233	-291
其他收入	13	20	23	31	39	投资变动	137	-288	-799	0	0
其他收益/亏损净额	3	54	59	78	97	业务合并和收购	-43	0	941	0	0
经营利润	-2,189	598	343	1,489	2,019	其他	-308	162	142	0	0
财务费用	-4	0	-1	-1	-1	投资现金流	-495	-360	-48	-233	-291
财务收入	11	13	15	18	21	融资前现金流	-533	1,664	841	1,670	2,250
可转换优先股公允价值变动	-37	98	908	0	0	已付股息	0	0	0	0	0
应占联营公司业绩	-11	-2	-2	-2	-2	股份回购/发行	2	0	1,303	0	0
税前利润	-2,230	706	1,264	1,504	2,037	贷款偿还	0	-7	-15	0	0
所得税拨备	-22	-21	-76	-226	-346	其他融资	862	-973	-1	0	0
少数股东权益前利润	-2,230	687	1,188	1,278	1,691	融资现金流	864	-979	1,287	0	0
少数股东权益	-21	-1	0	0	0	现金流变动	332	684	2,128	1,670	2,250
净利润	-2,252	686	1,188	1,278	1,691	期初现金	954	1,287	1,970	2,225	2,953
每股收益-报告值 (元人民币)			0.58	0.62	0.82	汇率变动	2	-1	9	0	0
每股收益-摊薄后 (元人民币)			0.57	0.62	0.81	期末现金	1,287	1,970	2,225	2,953	4,262

资产负债表						Operating Metrics					
截至12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	截至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等值物	1,287	1,970	2,225	2,953	4,262	平均月活数据 (百万)					
受限制资金	161	189	144	144	144	平均月活用户数 (MAU)	99.50	121.2	171.4	221.9	275.5
应收账款	1,302	766	772	1,023	1,274	同比增速 (%)	12%	22%	41%	29%	24%
预付款、存款及其他应收	1,333	584	772	1,023	1,277	腾讯平台	38.50	79.6	135.3	189.4	246.3
按摊销成本计量之短期投资	0	0	20	20	20	手机APP和WAP		27.9	25.1	22.6	20.3
按公允价值计入损益的短期投	106	441	1,259	1,259	1,259	网站		13.7	11.0	9.9	8.9
流动资产	4,188	3,950	5,193	6,423	8,236	同程	79.70	98.3			
固定资产净值	247	649	631	675	764	艺龙	19.80	22.9			
土地使用权	16	16	16	16	16	月付费用户数据 (百万)					
无形资产净值	918	731	7,964	7,616	7,274	平均月付费用户数 (MPU)	9.10	15.6	20.2	28.8	38.6
递延所得税资产	140	128	227	227	227	MPU/MAU	9%	13%	12%	13%	14%
其他长期资产	136	120	165	168	172	交易额数据 (百万元人民币)					
总资产	5,646	5,594	14,167	15,093	16,653	总交易额	67,796	102,314	124,281	166,643	209,432
应付账款和应付票据	1,245	1,604	1,231	1,459	1,698	同比增速 (%)	84%	51%	21%	34%	26%
其他应付和应计项目	1,398	1,289	1,545	1,762	2,149	复购率 (%)	50%	65%			
付息银行借款	0	20	20	20	20	住宿预订	17,271	22,300	26,496	35,528	44,650
其他流动负债	10	46	173	173	173	交通票务	50,525	80,013	97,785	131,116	164,782
流动负债	2,654	2,958	2,969	3,414	4,040	同程	49,448	79,762			
非流动负债	6,405	6,522	754	754	754	艺龙	18,347	22,551			
总负债	9,059	9,480	3,723	4,168	4,793	变现率 (%)					
股本总额	0	0	1,113	1,113	1,113	交通票务	2.8%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
留存收益	-3,419	-3,892	9,325	9,806	10,741	住宿预订	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
股东权益总额	-3,419	-3,892	10,438	10,919	11,854						
少数股东权益	6	5	6	6	6						
负债及权益总额	5,646	5,594	14,167	15,093	16,653						

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。