

同程艺龙 (780 HK)

指尖上的旅行

- ❖ **中国第三大 OTA 平台，捕捉超级 App 时代风口。**公司由同程及艺龙于 2018 年 3 月合并而成，其中同程、艺龙分别专注于交通票务预订及酒店。根据艾瑞咨询，同程艺龙是中国第三大 OTA 平台，2017 年市场份额 10%（以 GMV 计），且 2015-2017 年在中国在线交通票务及酒店预订交易数中同比增速最高。基于公司海量高粘性用户（1H18 1.6 亿月活、75%复购率）、广泛长期的供应商关系及科技运用，我们预计同程艺龙 FY18-20E 收入/净利润 CAGR 分别为 30%/37%，受益于合并协同及产品链扩充下的月活稳健增长、付费率的提升。
- ❖ **腾讯导流，实现广泛且具成本效益的用户触达。**凭借独有的微信 QQ 入口及与腾讯长期且排他的合作互惠关系（腾讯入口合约至 2021 年，且拥有优先购买权），我们认为同程艺龙能够有效触达并留存海量高粘性用户。我们关注到 2019 年 1 月同程艺龙小程序阿拉丁指数持续排名第一，充分体现其高获客效率。考虑微信 QQ 月活 10 亿的海量用户基数，而同程艺龙 1H18 腾讯渠道月活仅 1.2 亿，我们认为其存在巨大导流空间。预计同程艺龙 FY18-20E 月活增速为 18%，于 FY20E 达 2.4 亿，受益于：1) 腾讯导流；2) 低线城市渠道下沉；及 3) 营销加码及多样化渠道获客。此外，我们看好同程艺龙的年轻优质用户：公司 1H18 85% 为非一线城市用户，将受益于低线城市旺盛的出行需求；69% 介于 19-35 岁，年轻用户后期购买力的提升助于梯度接力。
- ❖ **合并协同，释放交叉销售效应。**我们预计同程艺龙 FY18-20E 月付费用户 CAGR 为 25%，受益于月活增长及付费率提升。在做全产品链、整合两大平台端口及业务后，我们看好公司的交叉销售，以提升用户粘性、复购率及增强盈利能力。我们预计合并协同将带来更高的付费率、单用户订单数及跨业务付费用户比率（相较于两平台独立运作），进而助推 FY18-20E 订单数 CAGR 预计达 34%。
- ❖ **一站式服务，深挖用户长尾需求。**通过提供一站式旅行服务，同程艺龙有望通过多样化配套服务捕捉更多用户真实需求（如：抢票）。我们预计公司 FY18-20E GMV CAGR 为 32%，其中票务为获客入口，配套为核心盈利贡献。GMV 主要受益于订单数的强劲增长，其中平均 ASP 或因低线城市渗透而被摊薄，佣金率较为稳定（业务成熟且竞争梯队成形）。此外，在“海量用户+大数据分析”的正向循环下，我们认为平台将长期受益于算法优化下的精准推送。辅之社区化战略，将有效增强用户粘性并实现高效转化。
- ❖ **首次覆盖，买入评级。**基于 DCF 估值，给予目标价 18.59 港币，对应 21.5x FY19E P/E，0.6x FY19E PEG，较同业平均一致，但依然较携程估值低 16%。公司目前估值为 13.9x FY19E P/E，估值吸引（较携程估值低 46%），建议强烈关注。尤其考虑公司远高于行业平均的盈利增速、受出境游/保险搭售影响较小、净利润率处于上升通道，我们认为目前公司估值有待市场重塑。首次覆盖，买入评级。中短期催化剂包括：1) 春节期间月活增长可期；2) 潜在超预期业绩；及 3) 后期港股通指数的纳入。

财务资料

(年结：12月31日)	FY17PF	FY18E	FY19E	FY20E
收入(百万人民币)	5,226	6,022	8,016	10,103
调整后净利润(百万人民币)	713	1,096	1,577	2,045
调整后 EPS(人民币)	NA	0.53	0.76	0.99
调整后 EPS 变动(%)	NA	NA	43.9	29.7
市盈率(x)	NA	20.0	13.9	10.7
市帐率(x)	NA	3.0	2.6	2.3
股息率(%)	NA	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	NA	11.8	8.0	11.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$18.59
潜在升幅	+56.7%
当前股价	HK\$11.86

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

互联网行业

市值(百万港元)	23,671
3月平均流通量(百万港元)	NA
5周内股价高/低(港元)	13.4/8.9
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%
Huafan Runhe	8.0%

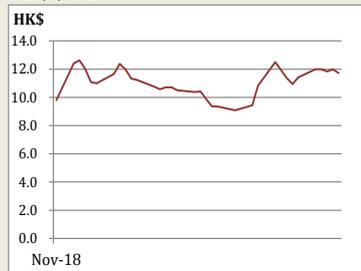
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.6%	9.2%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网址：www.ly.com

目录

公司简介.....	3
中国第三大 OTA 平台，捕捉超级 App 时代风口.....	3
投资要点.....	6
腾讯导流，低成本高效益触达海量用户.....	6
合并协同效应可期，助于用户粘性提升和交叉销售.....	9
一站式服务，深挖用户长尾需求.....	11
“大数据分析+社区化”驱动，重塑旅行体验.....	13
竞争格局.....	15
在线旅游市场：蓝海市场，梯队稳定.....	15
主要公司比较：各自背靠流量，战略优先级差异显现.....	16
同程艺龙与携程的「竞合」.....	17
财务分析.....	20
收入结构.....	20
利润表.....	22
资产负债表.....	24
现金流及营运资金.....	25
估值.....	26

公司简介

中国第三大 OTA 平台，捕捉超级 App 时代风口

中国在线旅游行业的领跑者和创新者

同程艺龙为国内在线旅游行业的领跑者，是同程及艺龙合并而成的企业。同程及艺龙分别于2004年及1999年创立，在2018年3月合并前各自在交通票务及住宿预订交易分别取得独立的业务成功。合并后，同程艺龙取得更大的规模经济效应，巩固了市场领先地位及增强了提供全面旅游产品及服务种类的能力。

根据艾瑞咨询，以交易额计，同程艺龙于2017年在中国在线旅游市场中排名第三，市占率9.8%，于2015年至2017年在中国OTA旅游市场的在线交通票务及住宿预订交易中同比增长最快。

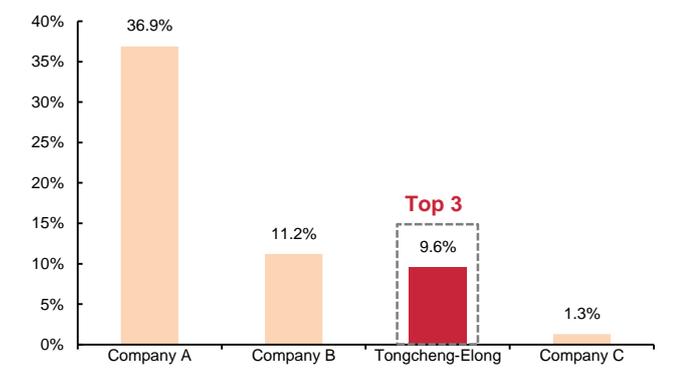
图 1: 同程艺龙概覽



资料来源: 公司, 招银国际证券

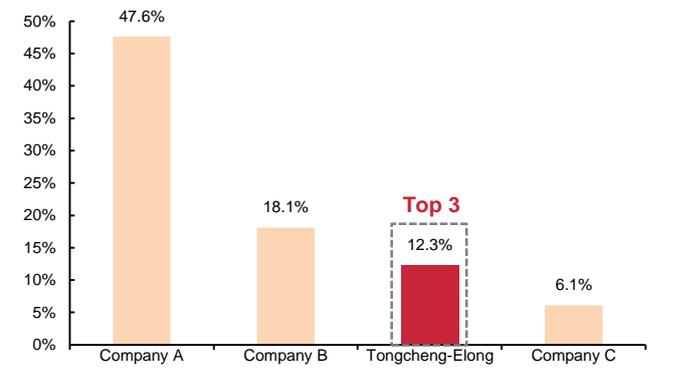
注: (1) 根据艾瑞咨询, 以2017年的交易额计算; (2) 以组合交易额计算; (3) 2018年上半年同程和艺龙的平均 MAU / MPU, 未剔除重复用户; (4) 以中国的在线交通票务和住宿预订交易数量计算; (5) 计算为艺龙调整后利润与同程利润之和, 不包括与合并相关的调整; (6) 截至2018年6月30日。

图 2: 公司于中国在线交通票务市场排名第三 (2017)



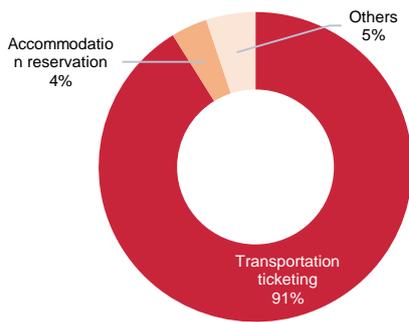
资料来源: 艾瑞咨询, 以交易额计算

图 3: 公司于中国在线住宿预订市场排名第三 (2017)



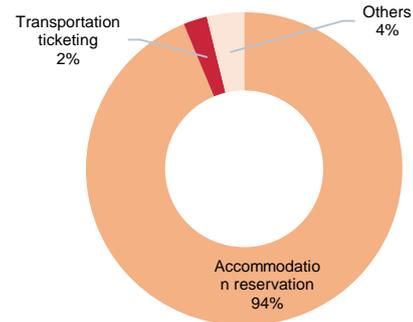
资料来源: 艾瑞咨询, 以交易额计算

图 4: 同程专注于交通票务(2017 年同程收入结构)



资料来源: 公司

图 5: 艺龙专注于住宿预订(2017 年艺龙收入结构)



资料来源: 公司

借助腾讯旗下平台触达海量用户群体

同程艺龙作为行业创新者，接入了腾讯微信及移动 QQ 的「钱包」中的「火车票和机票」及「酒店」独家入口。根据艾瑞咨询，微信及移动 QQ 属于中国的两大超级应用。借助于与腾讯的互惠合作伙伴关系，同程艺龙能够以低成本高效益触达广泛和多元化的用户群体。

图 6: 同程艺龙受益于超级 App 时代风口

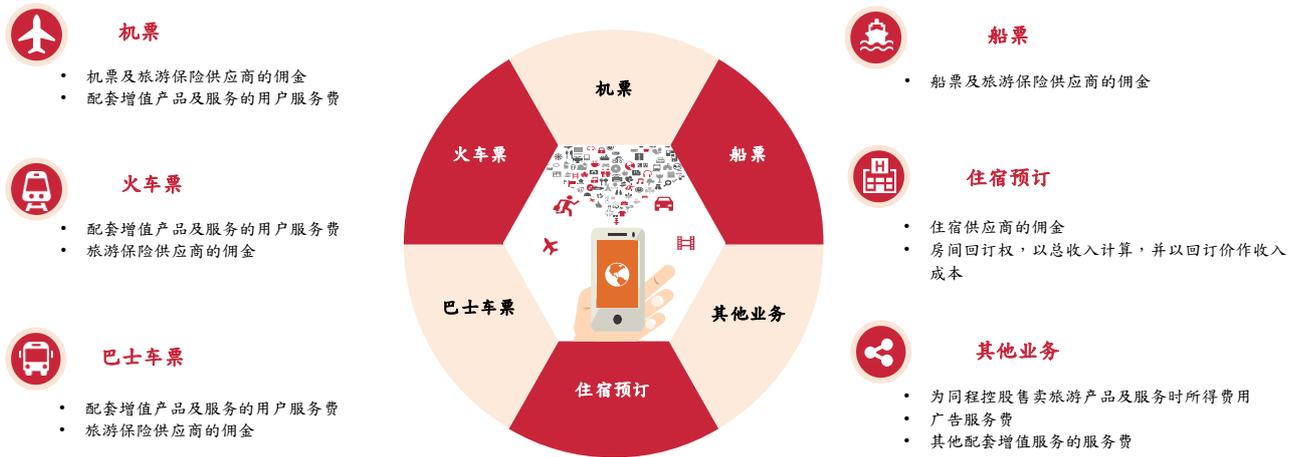


资料来源: 公司, 艾瑞咨询

起于票务，不止于票务

同程艺龙建立一站式平台，以满足用户在旅程中不断变化的需求。公司几乎涵盖旅游所有方面的全面创新产品和服务选择，包括交通票务、住宿预订及各种配套增值产品及服务。截至2018年6月30日，同程及艺龙的在线平台合共提供了：1) 超过6,000/714,500条国内/国际航线；2) 大约453,000条汽车线路；3) 超过300条航运线路；及4) 超过120万家酒店及非标准化住宿选择。

图7: 全面涵盖旅游服务



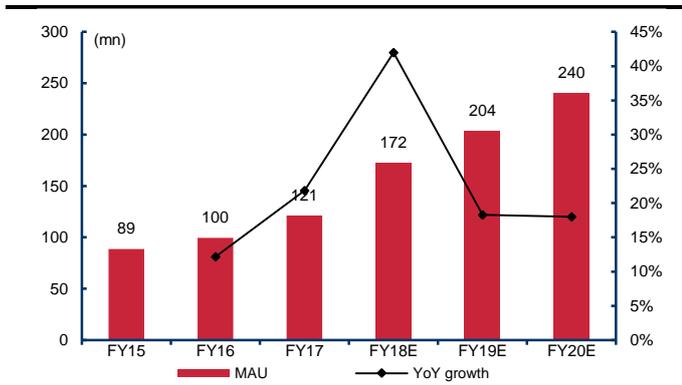
资料来源: 公司, 招银国际证券

强劲的财务表现

受益于创新的业务模式，以及与众多旅游服务供应商保持长期合作的关系，同程及艺龙迅速发展。两家公司于2017年的合并收入/合并调整后净利润达到人民币52亿/7.13亿元，2015-2017年的复合年增长率为80%。

我们预计同程艺龙于2018-2020年将录得30%/37%的收入/净利润复合年增长率，主要归因于1) 稳健的月活跃用户(MAU)及付费率的提升；2) 合并协同效应下的交叉销售；以及3) 通过旅行一站式解决方案增加更丰富的增值服务，进而提高盈利能力。

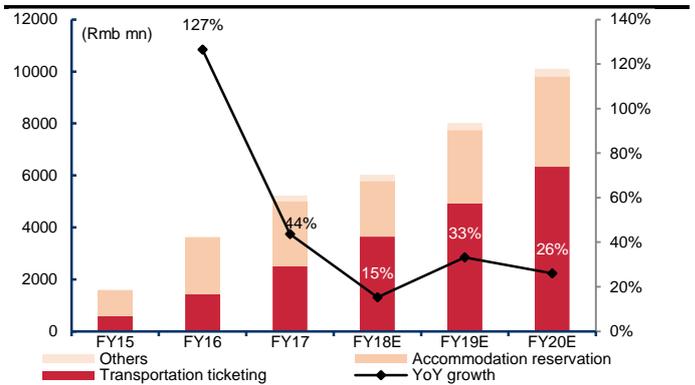
图8: 同程艺龙月活增长



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

注: 同程艺龙的平均月活跃用户与同程和艺龙的相结合，未剔除重复用户。

图9: 同程艺龙收入增长



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

注: 收入数据来自同程和艺龙的合并业务。2015年和2016年的数据经招银国际合并整理。

投资要点

腾讯导流，低成本高效益触达海量用户

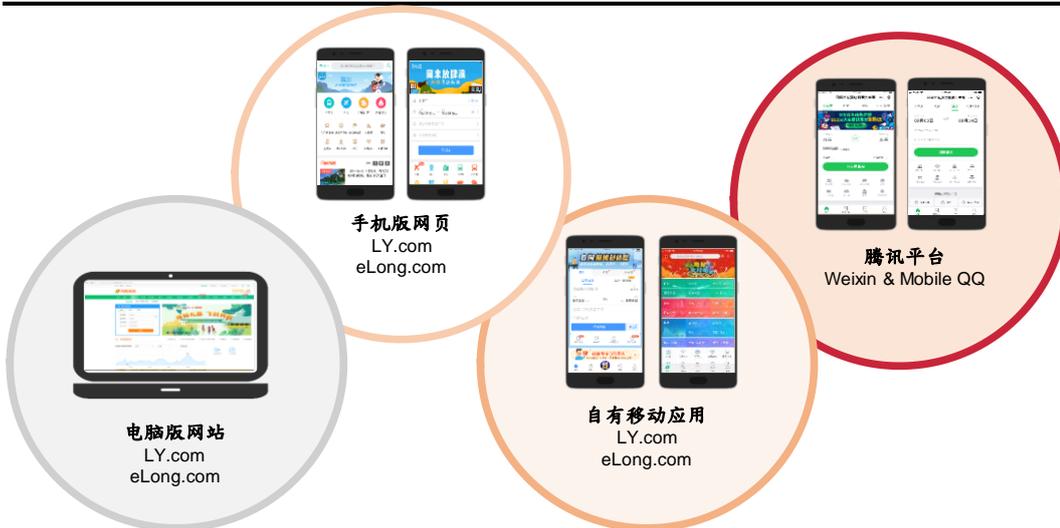
腾讯导流，MAU 2018-2020 年复合年增长率预计达 18%

同程艺龙为中国两大超级应用程序(微信及 QQ)移动支付界面入口的独家营运商。我们相信公司能够借助腾讯平台，触达及维持一个庞大、多元化及高黏性的用户群。除腾讯入口(微信及移动 QQ 的支付界面的「火车票和机票」及「酒店」入口)外，同程艺龙亦运营其他渠道，包括 1)基于微信的小程序，及 2)独立 App 及网站。

腾讯渠道预计于 2020 年贡献 76% MAU

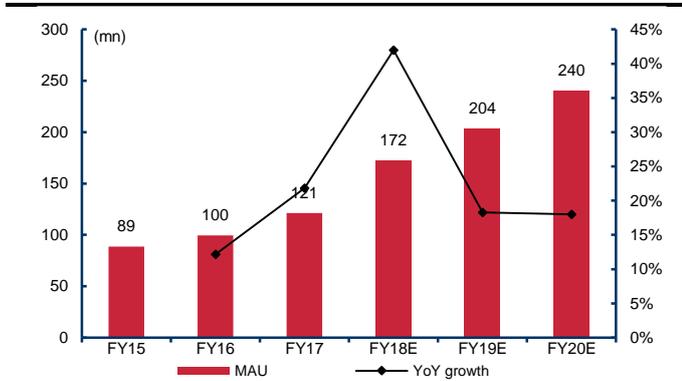
我们预计同程艺龙的 MAU 在 2018-2020 年以 18% 的复合年增长率增加，并在 2020 年达到 2.4 亿，主要归因于：1) 在腾讯平台的持续用户渗透（于 2018 年上半年在腾讯旗下平台吸纳 1.24 亿 MAU）；2) 低线城市的进一步渗透；3) 独立 App 营销加码。加上行业需求旺盛和快速上市产品推出，我们认为同程艺龙能吸引和留存多元化的用户群。

图 10: 多元化渠道吸纳海量用户



资料来源: 公司

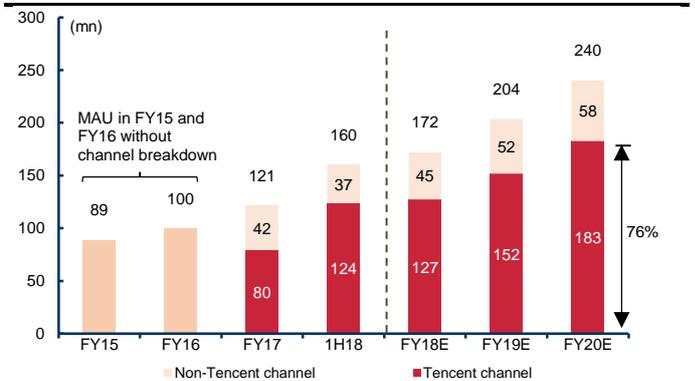
图 11: 预测 2018-2020 年月活复合年增长率为 18%



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

注: 同程艺龙的平均月活跃用户与同程和艺龙的相结合, 未剔除重复用户。

图 12: 月活明细



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

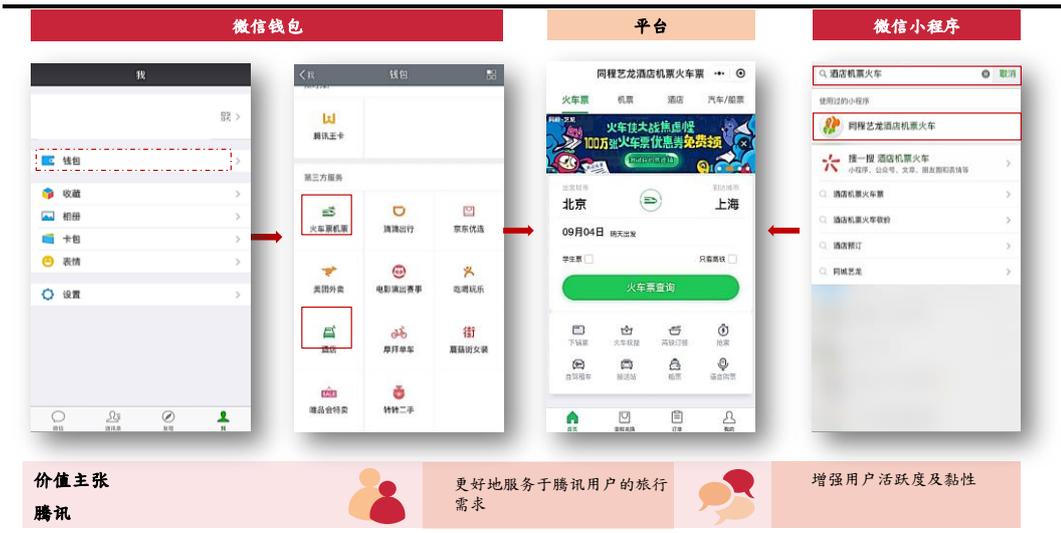
注: 同程艺龙的平均月活跃用户与同程和艺龙的相结合, 未剔除重复用户。

长期及独家合作助于触达超级应用的用户群

腾讯渠道的 MAU 预计于 2018-2020 年以复合年增长率 20% 增加。我们预计腾讯渠道的 MAU 将实现更高增长，2018-2020 年复合增长率为 20%（相对非腾讯渠道的 14% 复合年增长率），归因于：1）与腾讯的长期独家合作；2）对腾讯超级应用的庞大用户群渗透率仍然较低；及 3）获客成本低但效益高。

独家合作至少持续至 2021 年。根据业务合作协议，同程艺龙获得腾讯入口的独家营运权，协议有效期至 2021 年 7 月 31 日。初步期限届满后，同程艺龙亦会获得腾讯优先购买权。这种长期独家及互惠合作让同程艺龙稳定接触两大超级应用的用户群。

图 13: 腾讯流量入口



资料来源: 公司, 微信应用程序, 招银国际证券预测

图 14: 触达腾讯庞大的用户群

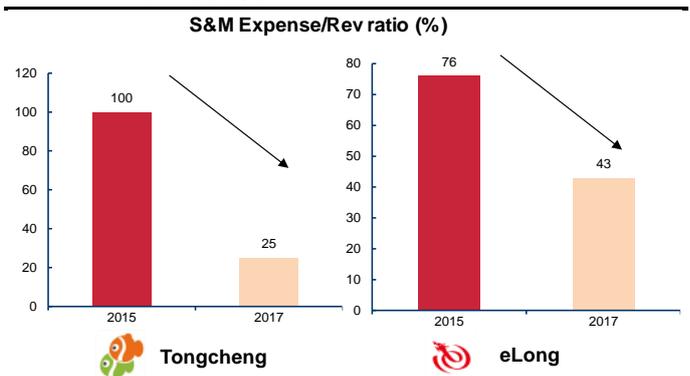


资料来源: 公司, 腾讯财务报告

注: (1)截至 2018 年第二季度的腾讯财务报告

(2) 2018 年第一季度同程艺龙于腾讯平台合共的平均月活跃用户，未剔除重复用户。

图 15: 用户获取具成本效益

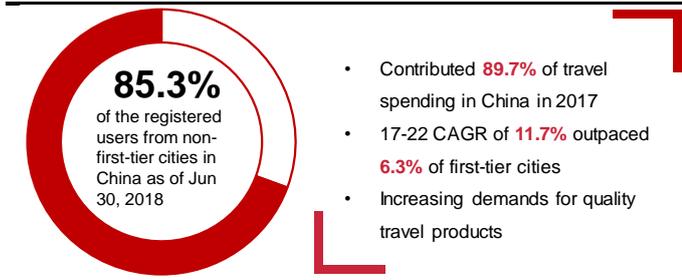


资料来源: 公司

借助腾讯渠道，提升于中国非一线城市的渗透

受益于其极具吸引力的人口结构。我们认为同程艺龙将受益于高成长潜力的用户，当中大部分位于非一线城市，年龄在 19~35 岁之间。根据艾瑞咨询数据，非一线城市的居民是中国旅游市场中备受欢迎的人口，因为他们占中国旅游开销总额的 89.7%，且预计将于 2017-2022 年以 11.7% 的复合年增长率增加（一线城市为 6.3%）。截至 2018 年 6 月 30 日，同程艺龙 85.3% 的注册用户来自非一线城市，我们预计微信在中国（尤其是非一线城市）的优势将有助于同程艺龙扩大用户接触面。

图 16: 用户人口结构吸引



资料来源: 公司, 数据截至 2018 年第一季度

图 17: 用户年龄分布



资料来源: 公司, 数据截至 2017 年

微信专有「小程序」助分散导入流量

根据阿拉丁指数 (Aladdin index) 的数据，同程艺龙于 2018 年 10 月在微信小程序中排名第一，因此我们相信同程艺龙在 2018 年月活跃用户或见增长高峰。我们看好同程艺龙的专有小程序仍有吸纳用户的空间，因它提供出色的用户体验，并且不受约于与腾讯的协议。假如市场担心同程艺龙过度依赖腾讯流量，那么它专有小程序的优异表现，则证明了其在腾讯入口以外亦有自我发展的能力。

图 18: 同程艺龙在微信小程序中排名第一

1	同程艺龙酒店机票...	旅游	118	53.9万	179	9825 ↓
2	拼多多	网络购物	4	1.2万	599	9776 ↓
3	美团外卖	餐饮	11	29.9万	528	9020 ↓
4	欢乐斗地主	游戏	2	0	603	8972 ↓
5	步数宝	社交	2	2.7万	579	8660 ↑

资料来源: 阿拉丁指数, 数据截至 2019 年 1 月

图 19: 主要 OTA 微信小程序指数比较

	Growth index	Aladdin index
Tongcheng-Elong(同程艺龙)	179	9825
Ctrip(携程)	52	8111
Tuniu(途牛)	553	5412
Meituan(美团)	548	5889

资料来源: 阿拉丁指数, 数据截至 2019 年 1 月

合并协同效应可期，助于用户粘性提升和交叉销售

我们认为两家行业先驱的结合，有望带来更大的规模经济，更稳固的市场领导地位以及更全面的产品供应。

品牌意识及入口整合加强，促使用户群不断增长

同程及艺龙合并后，我们认为公司将从用户、业务、入口和品牌知名度的协同效应中获得初步成果。除了巩固其市场领导地位外，同程和艺龙腾讯入口的整合有望消除用户的品牌困惑，强化腾讯导流效果。

图 20: 合并后的整合及协同

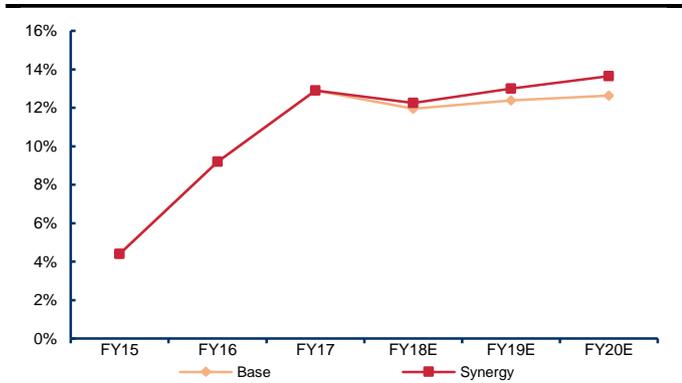


资料来源: 公司, 招银国际证券

丰富的产品线提高付费率和回购率

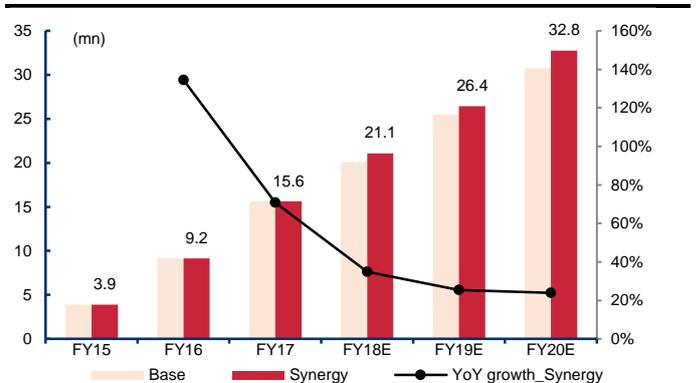
MAU 及付费率提升，预计 2018-2020 年月付费用户 (MPU) 复合年增长率达 25%。由于同程和艺龙产品互补，合并后产品和服务都相应拓展，并创造了更多的交易场景。我们预计公司 2018 年的付费率将略微回落至 12.3% (MPU 增长滞后于 MAU 增长)，但于 2019 年回升。我们预计 2020 年的 MPU 将达到 3,280 万，2018-2020 年的复合年增长率为 25%。

图 21: 付费率提高 (月付费用户/月活跃用户)



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

图 22: 平均月付费用户预测



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

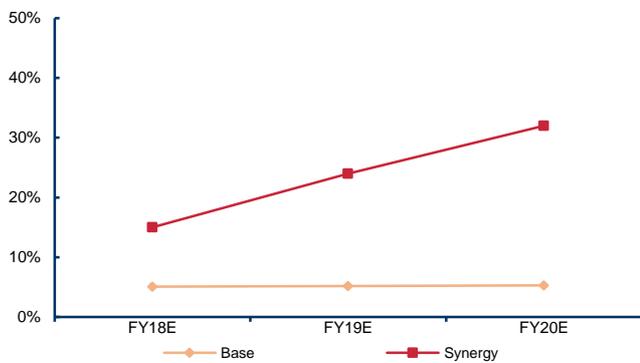
业务整合，打开交叉销售空间

交叉销售下的重合MPU占比上升。在协同效应情景中，我们预计其2020年的重合MPU占比将提升至32%。业务整合有效增强了同程艺龙提供一站式旅行解决方案的能力，并提供了重要的交叉销售机会（交通票务和住宿预订）。我们预计交叉销售的显现将有效提高用户粘性，并进一步提升每个MPU的订单。

预测2018-2020年订单复合年增长率34%，主要基于MPU和订单/MPU上升。根据行业平均值，我们假设其单一产品线用户/重合MPU的平均订单分别为1.5/3，预计在协同效应下，公司在2020年的每个MPU订单将达到2.5（不考虑协同效应约为2.2）。辅之稳健的MPU增长，预计公司在2018-2020年的订单复合年增长率将达到34%。

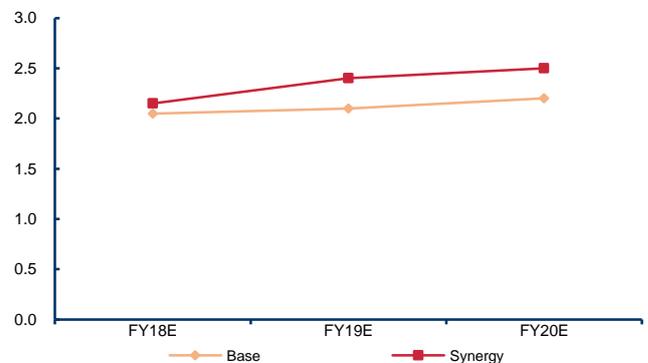
交通订单料在2018年攀升，交叉销售下有效导流至住宿预订。我们预计其交通票务订单在整合后会迅速攀升，因交通预订是每个旅程的第一步。此后，预计来自交通票务的现有用户将逐渐导流至抵达目的地后的服务，如住宿预订。

图 23: 重合 MPU 占比



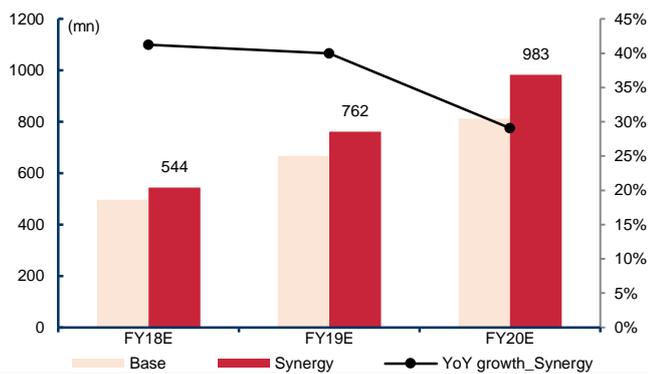
资料来源: 招银国际证券预测

图 24: 同程艺龙单个 MPU 订单数



资料来源: 招银国际证券预测

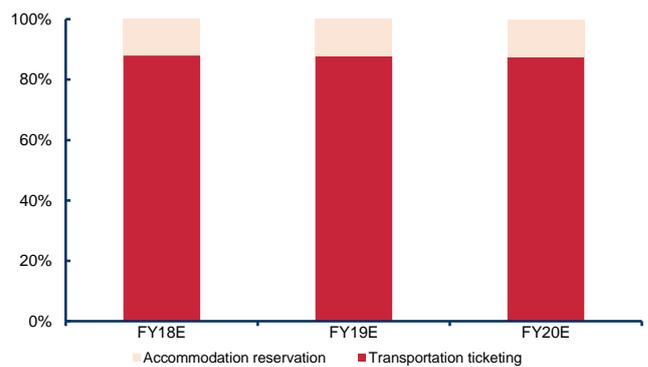
图 25: 同程艺龙总订单



资料来源: 招银国际证券预测

注: 预测订单以 MPU * 每个 MPU 订单计算。

图 26: 订单分布预测



资料来源: 招银国际证券预测

一站式服务，深挖用户长尾需求

创新配套增值服务助于提升盈利能力

交通票务带动 GMV 增长，配套增值服务促进盈利能力。除了门票预订和住宿预订的佣金外，配套增值服务销售亦为主要收入来源。同程艺龙提供全面的配套增值服务，以满足用户在整个旅途中的旅游需要，包括快速预订机票、送餐服务、机场贵宾休息室、保险和汽车租赁等。

交通票务层面，我们预料高利润的配套增值服务收入将于 2018-2020 年达到 31%复合年增长率，占 2019 年总交通收入的 94%。

图 27: 一站式服务



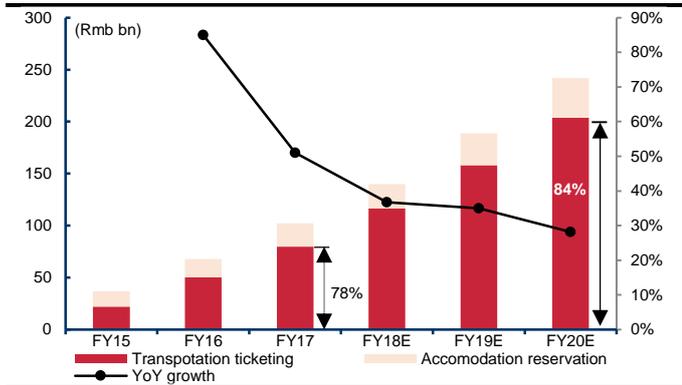
资料来源: 公司, 公司网页

预计 2018-2020 年 GMV/收入复合年增长率 32%/30%

订单增长有效拉动强劲 GMV 增长。由于强劲的订单增长，我们预计其网站成交金额在 2018-2020 年将以 32% 的复合年增长率增加，其中来自交通/住宿的网站成交金额复合年增长率为 32%/28%。交通票务层面，我们认为国际航空票务和其他交通票务将实现高于平均水平的增长，归因于：1) 跨境旅游需求旺盛，及 2) 低线城市渗透率提高。住宿预订层面，预计同程艺龙将继续战略性地缩减其买断房业务。

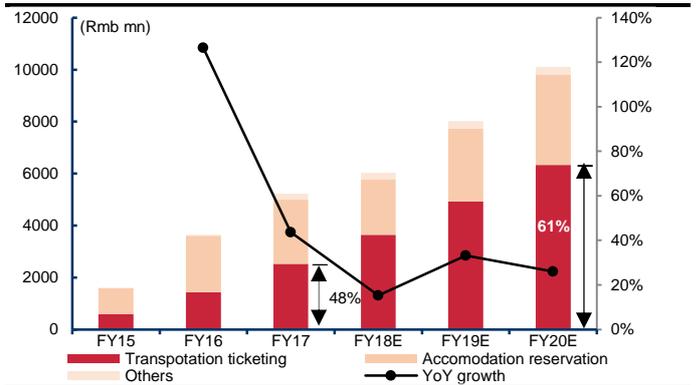
我们预测同程艺龙在 2018-2020 年将实现 30% 的收入复合年增长率，其中 32%/28%/10% 的复合年增长率来自交通/住宿/其他。随着公司三六线城市的下沉，客单价将略微摊薄。鉴于 OTA 成熟的商业模式及稳定的竞争格局，我们预计 2018-2020 年的佣金率将保持平稳。

图 28: 同程艺龙主要业务的网站成交金额



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

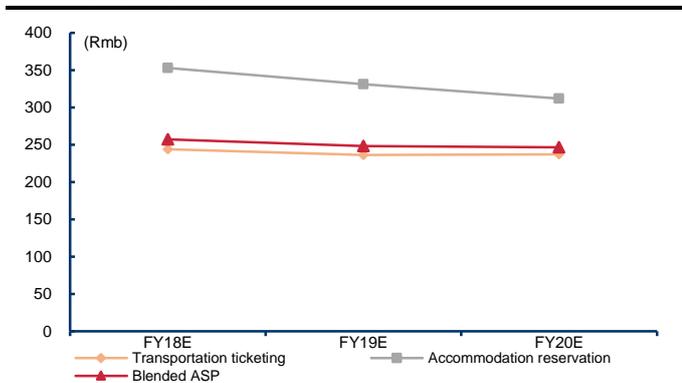
图 29: 同程艺龙之收入



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

注: 收入数据来自同程和艺龙的合并业务。数据经招银国际合并整理。

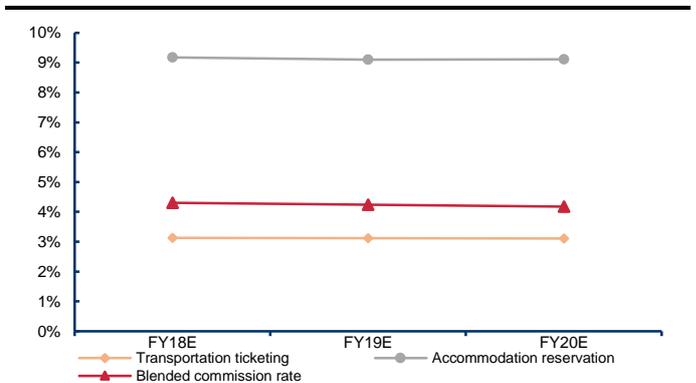
图 30: 平均客单价



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

注: 混合平均销售价格以预测网站成交金额/交通票务和住宿预订订单计算。

图 31: 佣金率



资料来源: 公司, 招银国际证券预测

注: 混合佣金率以预测收入/交通票务和住宿预订网站成交金额计算。

“大数据分析+社区化”驱动，重塑旅行体验

技术驱动，提升价值链地位

我们认为，同程艺龙为技术驱动型平台，凭借海量数据及大数据分析能力，有效识别、覆盖、分析和目标用户，进而优化产品设计、定价和用户体验。与其他同业相比，同程艺龙于在数据使用的广度和深度、AI运用(包括搜索算法、自然语言处理及人工智能等)层面具备独特优势。

广泛且稳定的伙伴关系及累积订单助于提供大量高价值数据

通过多样化渠道(如独立App、微信小程序)，公司可收集海量数据以了解用户日常生活中的行为和消费模式，如旅行频率等。海量用户基数及持续的交易行为将助于加深用户画像、精准推送及行为预测。

长期受益于算法优化下的精准推送、产品优化

在“海量用户+大数据分析”的正向循环下，我们认为平台将长期受益于算法优化下的精准推送。通过实时数据，结合智能机器学习技术，同程艺龙可有效准确地分析大量用户数据，从深入的用户分析到面向用户的产品创新、个性化匹配、精确推荐、交叉销售等。

图 32: 算法优化下的精准推送



资料来源: 公司, 招银国际证券

注: 2018年上半年同程和艺龙的平均 MAU 和 MPU。

打造旅行社区，有效增强用户粘性并实现高效转化

同程艺龙致力于打造一个“旅行”社区，用户可分享旅行经历，寻找旅行伙伴或提问答疑。我们认为 UGC 内容的结合、社交元素的加强，将有效提升用户粘性，并增强用户归属感、认同感，进而实现高效转化。

图 33: 打造旅行社区

The figure displays four mobile app interface screenshots illustrating travel community features:

- 社区 (Community):** Shows a '同程抢车' (Tongcheng Car Rental) section with a '热门聊天室' (Hot Chat Room) listing '上海群聊大厅', '深圳群聊大厅', '北京群聊大厅', and '广州群聊大厅'. A caption below reads: '以在社区内分享经验连接用户' (Connect users by sharing experiences in the community).
- UGC互动 (UGC Interaction):** Shows a user-generated content post titled '真正的老北京，都美在二环的胡同里。' (Real old Beijing, all beautiful in the hutongs of the 2nd Ring Road). A caption below reads: '随笔，关注和评论功能激发KOL发布旅行笔记' (Casual writing, follow and comment features inspire KOLs to post travel notes).
- 产品详细介绍 (Product Detailed Introduction):** Shows a product page for '中国8大经典自驾线路' (China's 8 Classic Self-driving Routes). A caption below reads: '用户的评论可作为TSP的认可和验证' (User comments can serve as recognition and verification for TSP).
- 激励用户保持活跃 (Incentive Users to Stay Active):** Shows a '签到' (Check-in) screen with a progress bar and various rewards like '每周福利' (Weekly Welfare) and '天天挖金矿' (Daily Gold Mining). A caption below reads: '使用虚拟货币重复购买者和活跃用户以交换各种礼物' (Use virtual currency to reward repeat buyers and active users with various gifts).

资料来源: 公司, 平台界面, 招银国际证券预测

竞争格局

在线旅游市场：蓝海市场，梯队稳定

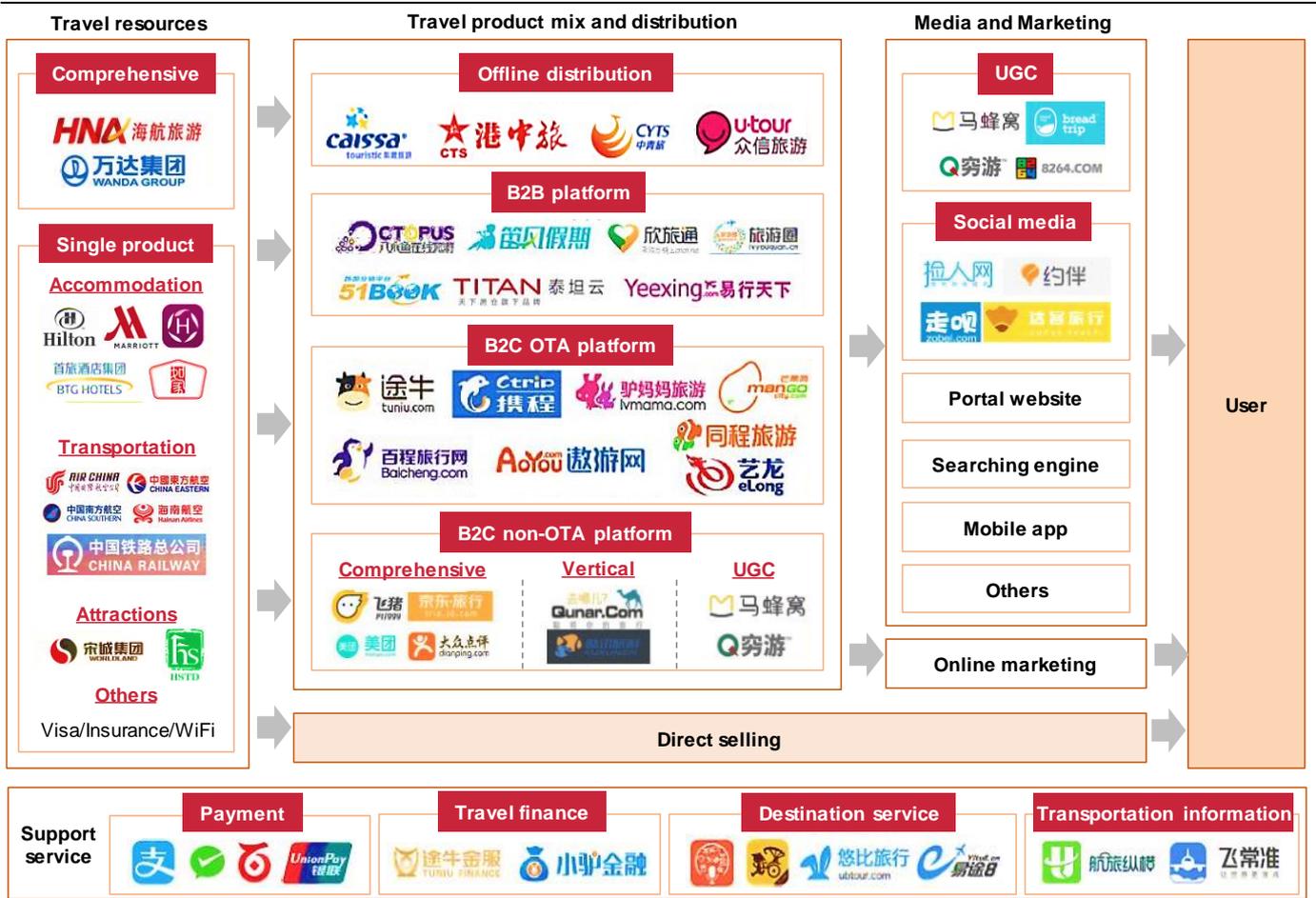
OTA 持续渗透

中国在线旅游市场竞争激烈，并由少数公司主导。艾瑞咨询（iResearch）数据显示，直销于在线旅游市场占比较少，而 OTA 则扮演着更重要的角色。

竞争持续，用户对产品/体验重视度提升，价格敏感性弱化

我们认为 OTA 竞争将持续，但引发价格战概率较低，归因于：1) 在 2015 年经历过价格战之后，目前用户出行订单多发生在移动端/手机，移动端比价行为相对 PC 较少，且用户目前更加注重用户体验及产品丰富度；2) 携程控股去哪儿、持股同程，能够有效避免恶性价格战的发生；及 3) 各大 OTA 平台目前主要竞争领域集中在流量渠道和用户数据层面，而非供给端的获取（资源端/产品同质化较为严重、供给端较难差异化），故而佣金战长期意义不大。

图 34: 2017 年中国在线旅游市场产业链



资料来源: 艾瑞咨询, 招银国际证券

主要公司比较：各自背靠流量，战略优先级差异显现

四大 OTA 领跑市场

我们认为，国内主要 OTA 参与者为四个，包括携程、去哪儿、美团、飞猪。与同业相比，同程艺龙在以下三方面具备优势，包括：1) 享有来自腾讯的庞大兼具成本效益的用户流量；2) 渠道下沉，受益于非一线城市的高速增长；3) 与住宿和交通服务供应商合作密切。

图 35: 主要 OTA 平台比较

	同程艺龙	Ctrip(携程)	Fliggy(飞猪)	Meituan(美团)	Qunar(去哪儿)	Tuniu(途牛)
成立年份	1999	1999	2014 ²	2015	2005	2006
经营指标						
月活跃用户(百万)	160 ⁵	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
月付费用户(百万)	17.5 ⁵	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
服务供应(数目)	~72 万条飞行路线, ~45 万条巴士路线, >120 万家酒店 ⁵	>300 万条飞行路线, 130 万家酒店	N/A	在中国有 339,200 家酒店	N/A	200 万个套餐旅游
流量来源	腾讯	百度 & 携程	阿里巴巴	美团本地服务	百度	京东, 海南航空
目标城市	非一线城市	一线城市	N/A	非一线城市	非一线城市	N/A
产品	住宿预订, 交通票务, 其他	交通票务(45%), 住宿预订(35%), 跟团游(11%), 公务旅行管理(3%)	住宿预订, 交通票务	住宿预订, 交通票务	住宿预订, 交通票务	跟团游(72%), 其他
特征	以成本效益从腾讯获得客户, 唯一与 Expedia 合作的中国在线旅游代理	与国内旅游服务提供商有密切合作, 针对中年客户群	在线旅游平台, 高黏性, 针对年轻客户群	与 Agoda 合作海外业务, 针对年轻客户群, 专注于低星级酒店	专注于中/低端酒店, 平均日营业时间长	线下业务
瓶颈	自家平台流量有限	海外竞争激烈	阿里引流效应待显现	高星级酒店较弱		连续四年亏损, 用户获取成本高
策略	转到社交平台	拓展国际业务	利用手机, 内容, 海外推动	一站式, 增加高星级酒店供应	价钱比较平台	提高盈利能力
付款方式	微信钱包, QQ 钱包	信用卡, 支付宝, 微信支付	支付宝	扣账卡/信用卡, 支付宝	扣账卡/信用卡, 第三方支付	现金, 扣账卡/信用卡等
财务指标						
股票代码	未上市	CTRP US	未上市	3690 HK	私有化	TOUR US
财政年底	2017/12/31	2017/12/31	N/A	2017/12/31	2017/12/31	2017/12/31
收入(人民币百万)	5,226 ⁶	26,780	N/A	10,853 ³	65,191	2,192
调整后净利润(人民币百万)	713 ⁶	2,142	N/A	N/A	N/A	-767
毛利率	68% ⁶	83%	N/A	88% ³	74% ¹	53%
调整后净利率	14% ⁶	8%	N/A	-8% ⁴	N/A	-35%
股本回报率	NA	2.74%	N/A	7% ⁴	N/A	-19%

资料来源: 公司, 彭博, 同业财务数据, 招银国际证券

注: (1) 彭博预测; (2) 最初名为阿里旅行, 于 2016 年 10 月改名为飞猪; (3) 美团点评的店内、酒店及旅游分部; (4) 美团点评组; (5) MAU, MPU 和 TSP 数据均截至 2018 年上半年, 未剔除重复用户; (6) 同程艺龙于 2017 年经备考调整后之财务数据

背靠不同流量渠道，用户定位和战略优先级较大差异

尽管 OTA 服务偏同质化，但我们认为四家头部 OTA 各自有流量加持，用户定位和战略优先级层面存在较大差异性。

从流量角度来看，携程/飞猪/美团旅行分别借助来自百度和携程/阿里巴巴/美团的本地服务所产生的用户流量支持。用户定位层面，携程在中国的一线城市和中年/商业客户群中占据重要地位，而美团点评则专注于非一线城市的住宿，以及受益于与本地生活的协同效应。飞猪则借助阿里流量，主打年轻人旅行。

战略优先级层面，携程在 Skyscanner 和 Travelfusion 的支持下，战略重心集中在海外市场的扩张。美团点评则着重住宿预订（交通票务表现一般），而飞猪则针对年轻群体来定制旅游套餐。

同程艺龙 vs. 携程：「竞合」

我们认为携程与同程艺龙最具可比性。市场或对两家公司的差异化和长期关系存在顾虑，归因于携程不仅是其竞争对手，也是同程艺龙的第二大股东。

市场并非一家独大。携程在 2015 年与去哪儿合并后，进一步巩固了市场龙头地位。然而，我们认为目前市场并非寡头垄断，各头部平台竞争形态也并非此消彼长，源于：1) 每家公司都有自己的流量支持、优势和所面临的挑战；2) 市场仍然庞大且保持高速增长，尤其是具备高增长潜力的低线城市。

与携程的关系？「竞合」

我们认为同程艺龙和携程之间的关系属于「竞合」。一方面，同程艺龙与携程互惠互补，体现在双方在部分产品和服务上的共享（例如酒店库存）。另一方面，他们存在一定程度的商业竞争，如，低线城市中同程与去哪儿的竞争。然而，我们认为双方不同的用户流量来源和战略重心（携程侧重海外市场拓展 vs. 同程专注低线城市渗透）能够帮助其有效避免直接竞争。

管理及运营层面独立，保证战略决策自主性。携程持有同程艺龙 22.4% 股份，成为继腾讯之后的第二大股东。不过，鉴于携程 (i) 并非控股股东，(ii) 并无直接参与同程艺龙的日常营运，以及 (iii) 不能控制同程艺龙董事会组成，我们认为在业务运营层面两者存在独立性和自主性。

与携程的差异点？流量与地域

携程作为行业龙头，其一线城市/商旅用户具备高粘性及消费力，在海外拓展层面存在先发优势，且在上游产品供应商层面具备更强的话语权。但我们认为，与携程相比，同程艺龙亦存在较大竞争优势，主要体现在：1) 腾讯导流，便于下沉至低线城市，且获客成本较低；2) 受出境游、保险搭售影响较小；及 3) 净利润率处于上升通道。

全球在线旅游代理之财务比较

市场稳健增长，收入增长趋同

根据图 38，在线旅游代理在过去五年收入增长趋同，大部分在 2017 年经历了增长高峰。尽管头部企业在不断扩大市占率，但核心公司仍有望实现稳健增长。基于彭博预测，五家上市 OTA 在 2018-2020 年的收入复合年增长率平均将达 14%，低于同程艺龙 30% 的收入预期。

同程艺龙转换率空间更大

根据图 36，同程艺龙的货币化率低于同业水平，这意味同程艺龙的货币化率和收入仍有较大上升空间。

同程艺龙利率增长能见度高

基于彭博预测，五家上市 OTA 在 2018-2020 年的平均每股盈利复合年增长率为 19%，远低于同程艺龙 37% 的盈利预测增长。

毛利率层面，受买断房业务影响，同程艺龙毛利率低于行业。随着同程艺龙买断房业务的缩减，毛利率提升空间可期。

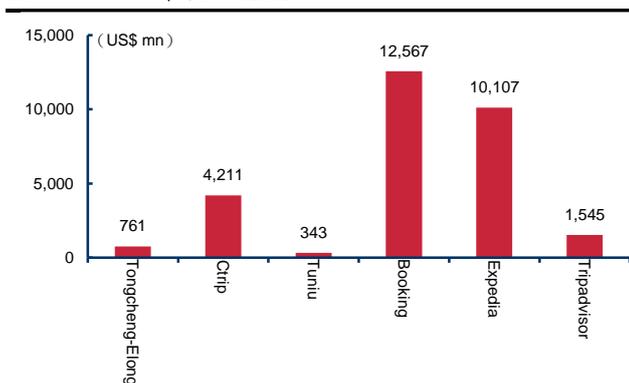
图 36: 2017 年同程艺龙和上市同业的财务比较

	同程艺龙	携程	缤客	Expedia	TripAdvisor
股票代码	NA	CTRP US	BKNG US	EXPE US	TRIP US
单位	(百万美元)	(百万美元)	(百万美元)	(百万美元)	(百万美元)
收入	761	4,211	12,567	10,107	1,545
货币化率	6.5%	NA	15.6%	11.4%	NA
毛利	518	3,397	12,431	8,303	1,484
毛利率	68.0%	82.5%	98.0%	82.5%	95.4%
调整后净利润	104	329	2,341	408	-19
调整后净利率	13.6%	8.0%	18.5%	4.1%	-1.2%

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际证券

注: 1 美元=6.92 人民币; 同程艺龙 2017 年经备考调整的财务数据

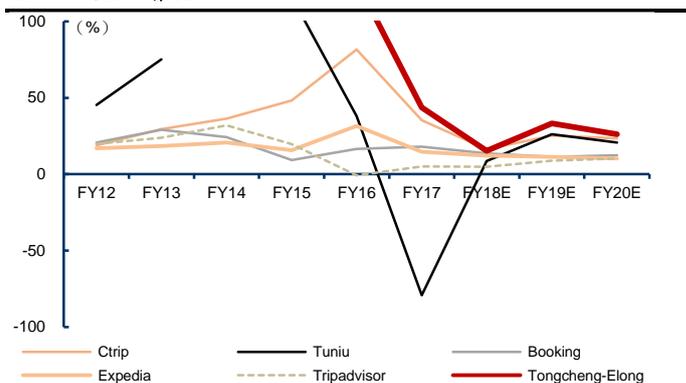
图 37: 2017 年收入比较



资料来源: 彭博, 公司, 招银国际证券

注: 同程艺龙 2017 年经备考调整的财务数据

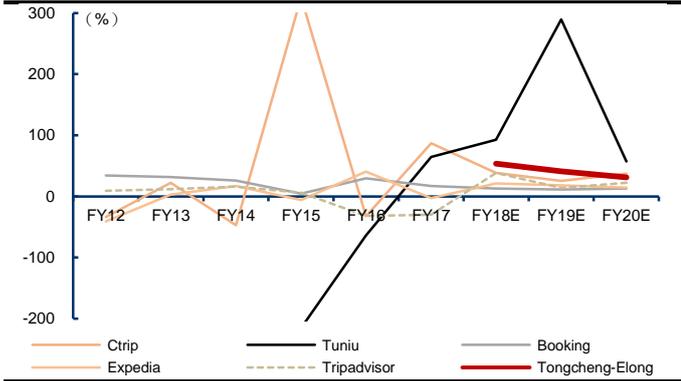
图 38: 收入增长



资料来源: 彭博, 公司, 招银国际证券预测

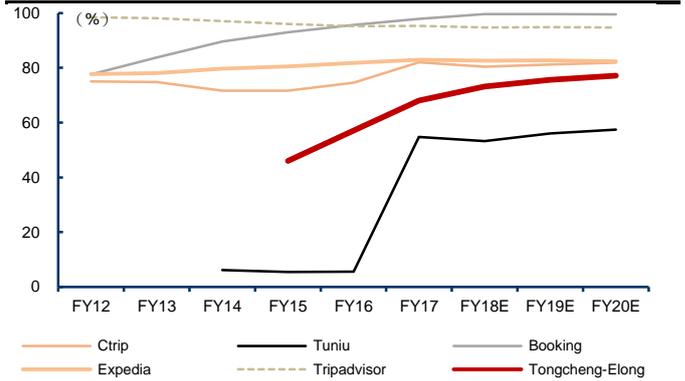
注: 同程艺龙 2017 年经备考调整的财务数据; 收入数据来自同程和艺龙的合并业务。2015 年和 2016 年的数据经招银国际合并整理。

图 39: 净利润增长



资料来源: 彭博, 公司, 招银国际证券预测

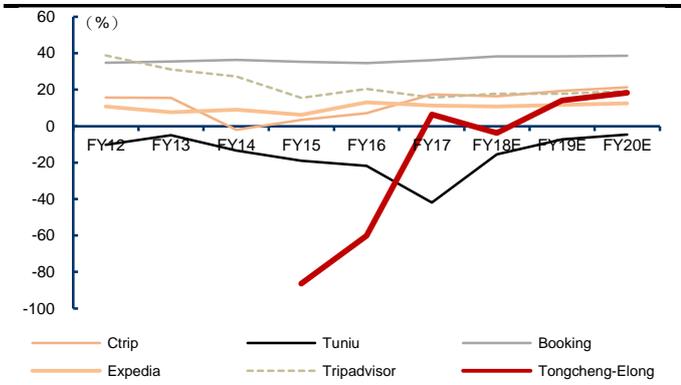
图 40: 毛利率



资料来源: 彭博, 公司, 招银国际证券预测

注: 同程艺龙 2017 年经备考调整的财务数据; 收入数据来自同程和艺龙的合并业务。2015 年和 2016 年的数据经招银国际合并整理。

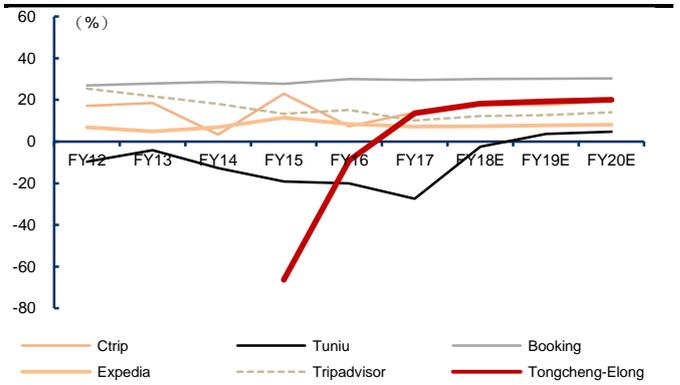
图 41: 经营利润率



资料来源: 彭博, 公司, 招银国际证券预测

注: 同程艺龙 2017 年经备考调整的财务数据; 收入数据来自同程和艺龙的合并业务。2015 年和 2016 年的数据经招银国际合并整理。

图 42: 净利润率



资料来源: 彭博, 公司, 招银国际证券预测

注: 同程艺龙 2017 年经备考调整的财务数据; 收入数据来自同程和艺龙的合并业务。2015 年和 2016 年的数据经招银国际合并整理。

财务分析

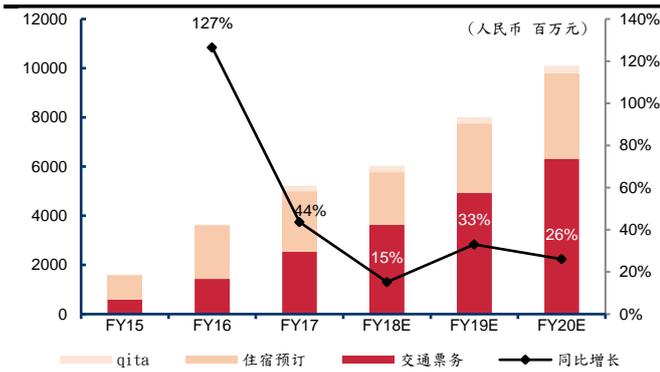
收入结构

我们预计同程艺龙的收入在 FY18/19/20E 同比增长 15%/33%/26%，其中交通票务业务从长远来看仍然是最大的收入贡献者，而住宿预订将受益于交叉销售，实现大幅增长。我们预计交通票务/住宿预订/其他收入在 FY18-20E 以 32%/ 28%/ 10%的复合年增长率增长，其中交通票务在 FY19 年收入比重为 61%。

交通票务部分，我们预计 FY18-20E 期间订单数复合年增长率为 34%，且订单均价保持稳定，进而推动该业务占总成交额（GMV）比重从 FY17 的 78%扩大至 FY20E 的 84%。

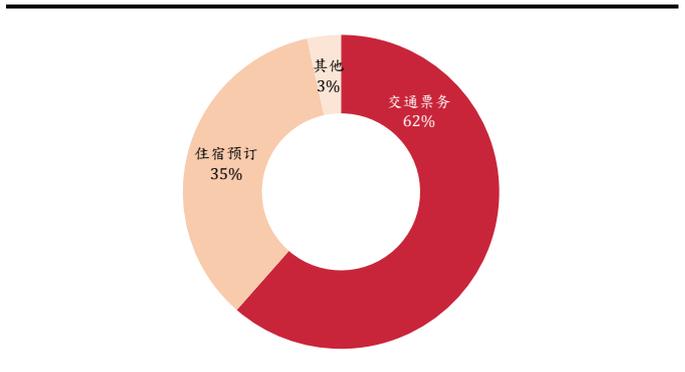
住宿预订部分，我们预测该业务成交额 FY18-20E 复合年增长率为 28%，主要受惠于订单数 36%的复合年增长率，部分抵消了因渠道下沉导致的订单均价-6%复合年增长率的影响。我们预计公司将持续收缩买断房业务及分销渠道的供应，归因于：1) 买断房库存风险较高，以毛收入计，利润低；2) 前期主要分销渠道为携程及去哪儿，佣金率较低，公司拥有腾讯流量后偏向于自主导流。基于买断房的战略性收缩，我们预计公司 FY18E 的住宿预订收入将同比下降 14%，但在 FY19E 将会回升。

图 43: 收入增长预测



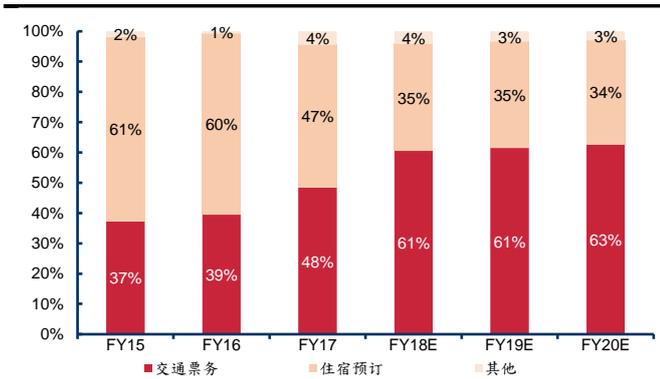
资料来源：公司及招银国际预测

图 44: FY19E 收入细分



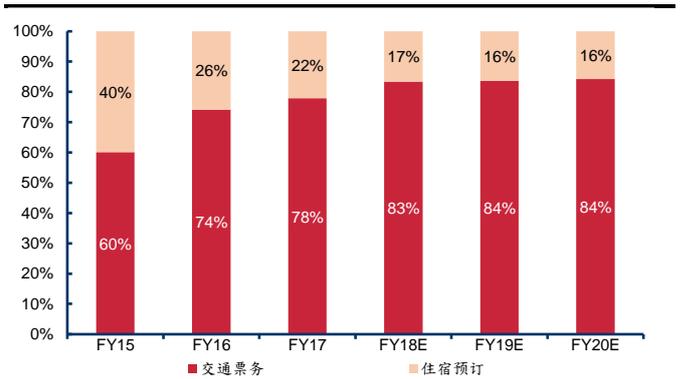
资料来源：招银国际预测

图 45: 收入细分预测



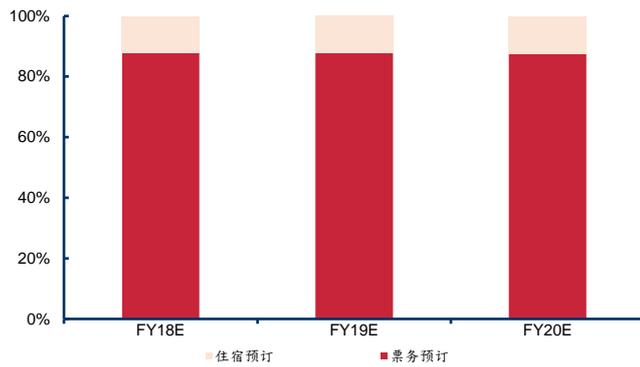
资料来源：公司及招银国际预测

图 46: 成交额 (GMV) 细分预测



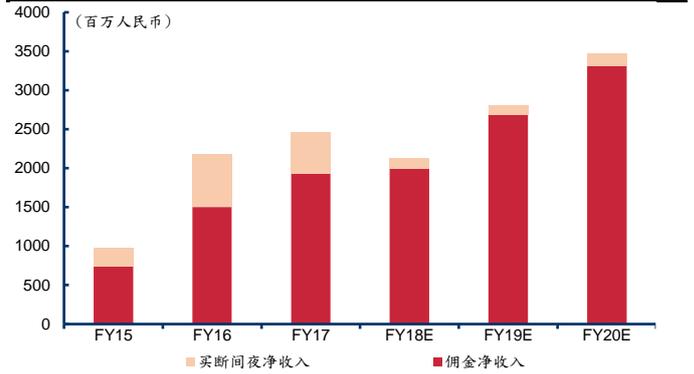
资料来源：公司及招银国际预测

图 47: 订单细分预测



资料来源：公司及招银国际预测

图 48: 住宿预订收入



资料来源：公司及招银国际预测

图 47: 收入预测

收入(百万人民币)	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY18-20E CAGR
交通票务	599.2	1,435.0	2,529.7	3,643.9	4,925.9	6,330.2	32%
% 占比	37%	39%	48%	61%	61%	63%	
同比增长		139%	76%	44%	35%	29%	
住宿预订	977.9	2,176.4	2,463.0	2,127.4	2,814.2	3,472.1	28%
% 占比	61%	60%	47%	35%	35%	34%	
同比增长		123%	13%	-14%	32%	23%	
其他	29.6	28.0	233.4	250.4	276.2	300.5	10%
% 占比	1.8%	0.8%	4.5%	4.2%	3.4%	3.0%	
同比增长		-5%	734%	7%	10%	9%	
总收入	1,606.6	3,639.5	5,226.1	6,021.8	8,016.3	10,102.8	30%
同比增长		127%	44%	15%	33%	26%	

资料来源：公司及招银国际预测

图 48: 收入驱动预测

行业	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY18-20E CAGR
市场规模(GMV,人民币百万元)*	561,800	787,100	1,012,200	1,255,100	1,472,500	1,663,500	15%
交通票务	450,800	644,200	830,300	1,032,100	1,209,300	1,357,200	15%
住宿预订	111,000	142,900	181,900	223,000	263,200	306,300	17%
市场份额, 按照 GMV*	7%	9%	10%	11%	13%	15%	
交通票务	5%	8%	10%	11%	13%	15%	
住宿预订	13%	12%	12%	10%	12%	12%	
同程艺龙							
GMV** (人民币百万元)	36,832	67,796	102,338	139,886	188,884	242,053	32%
交通票务	22,554	50,525	80,038	116,697	157,977	203,943	32%
住宿预订	14,278	17,271	22,300	23,189	30,907	38,110	28%
订单数(百万)	NA	NA	NA	544.2	761.7	983.1	34%
交通票务	NA	NA	NA	478	668	861	34%
住宿预订	NA	NA	NA	66	93	122	36%
订单均价(人民币)	NA	NA	NA	257	248	246	-2%
交通票务	NA	NA	NA	244	236	237	-1%
住宿预订	NA	NA	NA	353	331	312	-6%
平均佣金率	NA	NA	NA	4.3%	4.2%	4.2%	
交通票务	NA	NA	NA	3.1%	3.1%	3.1%	
住宿预订	NA	NA	NA	9.2%	9.1%	9.1%	
收入(百万人民币)	1,606.6	3,639.5	5,226.1	6,021.8	8,016.3	10,102.8	30%
交通票务	599.2	1,435.0	2,529.7	3,643.9	4,925.9	6,330.2	32%
住宿预订	977.9	2,176.4	2,463.0	2,127.4	2,814.2	3,472.1	28%
其他	29.6	28.0	233.4	250.4	276.2	300.5	10%

资料来源：公司及招银国际预测

注：*市场规模引自艾瑞咨询数据；FY15-16收入及GMV市占率由招银国际合并。**GMV仅包含票务及订单业务，不包括收入中所列的其他业务。

利润表

我们预计同程艺龙在 FY18-20E 净利润复合年增长率为 37%，源于 30% 的收入复合年增长率及毛利率的提升（预计毛利率从 FY17 的 68% 提升至 FY19E 的 76%）。其中，FY17 公司毛利率实现显著改善（同比增长 11 个百分点），主要受惠于住宿预订中买断房的战略性收缩。

我们预计毛利率将从 FY18E 持续上升，主要归功于：1) 随着订单处理自线下转移至线上，运营人员支出占收入比率下降，2) 买断房成本减少，以及 3) 协同效应带来的整体员工支出增速放缓。

FY19/20E 营运费用率预计将同比改善 16/3 个百分点，源于 1) 其他渠道广告预算的减少部分抵消腾讯生态圈推广费用的提升；2) 生产力的提升及运营效率的优化；3) 相较于 FY18，FY19/20E 的员工股权激励费用降低、且一次性费用大幅减少。

因此，我们预测 FY18/19/20E 调整后净利润分别同比增长 54%/44%/30% 至 110 亿/158 亿/205 亿人民币。

图 51: 利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15	FY16	FY17	2018E	2019E	2020E
收入	1,026	2,205	2,519	6,022	8,016	10,103
销售成本	(640)	(1,033)	(812)	(1,618)	(1,958)	(2,315)
毛利润	386	1,172	1,707	4,404	6,059	7,788
服务开发开支	(399)	(518)	(522)	(1,807)	(1,715)	(1,849)
销售及营销开支	(775)	(1,883)	(1,095)	(2,094)	(2,793)	(3,653)
行政开支	(273)	(898)	(97)	(734)	(386)	(402)
按公允价值计入损益计量的投资的公允价值变动	18	(4)	1	0	0	0
其他收入	49	11	13	0	0	0
其他收入/(亏损)净额	51	5	23	0	0	0
经营(亏损)/收入	(943)	(2,116)	29	(231)	1,164	1,884
可赎回可转换优先股公允价值变动	0	(37)	98	990	0	0
重组费用	0	0	0	(280)	0	0
应占联营公司业绩	(18)	(11)	(2)	0	0	0
财务收入	9	8	10	13	13	13
税前(亏损)/利润	(958)	(2,160)	134	492	1,177	1,897
所得税(开支)/抵免	(5)	(1)	60	(49)	(200)	(322)
年内利润(亏损)	(963)	(2,161)	194	443	977	1,574
非控制股东权益	(47)	(21)	(1)	0	0	0
归属股东净利润	(916)	(2,139)	196	443	977	1,574
增加:						
员工股权激励	212	72	57	805	330	202
以新增发优先股结算的销售及营销开支	0	1,045	0	0	0	0
私有化优先股股份	0	742	0	0	0	0
按公允价值计入损益计量的可赎回可转换优先股公允价值变动	0	37	(98)	(990)	0	0
重组费用	0	0	0	280	0	0
以新增发优先股结算的所得税开支	0	0	0	152	0	0
被视为向股东分配的管理费用	0	0	0	108	0	0
与同程艺龙合并相关的专业费用	0	0	0	0	0	0
收购无形资产摊销	21	24	39	232	270	269
上市费用	0	0	0	67	0	0
调整后净利润	(730)	(240)	193	1,096	1,577	2,045
利率分析						
毛利率	38%	53%	68%	73%	76%	77%
经营利率	-92%	-96%	1%	-4%	15%	19%
净利率	-89%	-97%	8%	7%	12%	16%
调整后净利率	-71%	-11%	8%	18%	20%	20%
增长分析						
收入		115%	14%	15%	33%	26%
毛利		203%	46%	24%	38%	29%
经营收入		NA	NA	-168%	-605%	62%
净利润		NA	NA	-3%	120%	61%
调整后净利润		NA	NA	54%	44%	30%

资料来源:公司及招银国际预测

资产负债表

FY18/19/20E 现金充裕，资产状况健康

根据我们对税前利润和营运资金变动的估计，同程艺龙在未来三年内拥有强劲的经营现金流入，以支持资本开支。因此，我们认为同程艺龙在FY18/19/20E将保持净现金状况。我们预计，截至2018年12月31日和2019年12月31日，同程艺龙将持有41亿元人民币/60亿元现金和现金等价物。

图表 52: 资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	457	584	924	8,547	8,404	8,216
物业、厂房及设备	99	101	442	750	849	945
递延所得税资产	0	0	62	38	38	38
采用权益法入账的投资	51	40	38	25	25	25
按公允价值计入损益的投资	50	46	25	7,558	7,305	7,011
无形资产净值	209	348	309	128	128	128
预付款项及其他应收款项	48	50	49	49	59	69
流动资产	1,800	1,722	1,844	6,170	8,473	11,215
现金及现金等价物	710	339	702	4,071	5,956	8,261
贸易应收款项	461	883	539	903	1,202	1,515
预付款项及其他应收款项	236	274	196	566	685	810
按摊销成本计量的短期收益	225	0	0	0	0	0
按公允价值计入损益计量的短期投资	21	71	236	441	441	441
受限制现金	146	154	171	189	189	189
流动负债	1,202	1,433	1,578	3,106	3,689	4,198
借债	0	0	20	20	20	20
应付贸易账款	659	922	1,115	1,505	1,844	2,122
应付税项	541	511	437	14	23	39
关连款项	0	0	0	1,537	1,762	1,967
合同负债	2	0	6	30	40	51
非流动负债	7	6,405	6,522	174	174	174
借款	0	0	172	172	172	172
递延所得税负债	4	4	0	0	0	0
可赎回可转换优先股	0	6,399	6,348	0	0	0
其他应付款及应计费用	3	2	2	2	2	2
股东权益	1,021	(5,538)	(5,337)	11,437	13,014	15,060
少数股东权益	28	6	5	5	5	5
净资产总值	1,048	(5,532)	(5,332)	11,432	13,009	15,055
债务分析						
债务总值	0	0	192	192	192	192
股东权益	1,048	(5,532)	(5,332)	11,432	13,009	15,055
债务股本比	0%	0%	-4%	2%	1%	1%
资产债务比	0%	0%	7%	1%	1%	1%
流动比率	1.5	1.2	1.2	2.0	2.3	2.7
杠杆比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

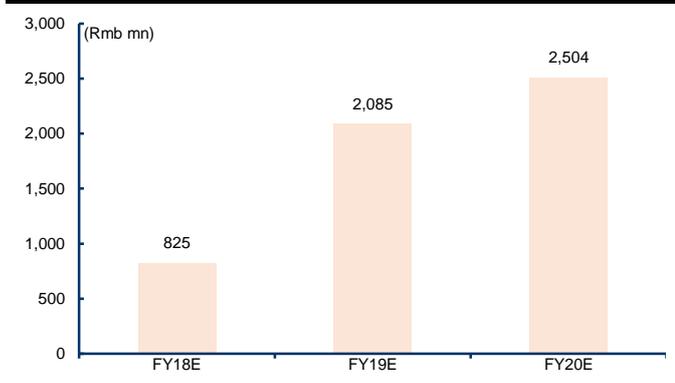
资料来源：公司及招银国际预测

现金流及营运资金

海量用户及稳健的交叉销售确保强劲的经营性现金流

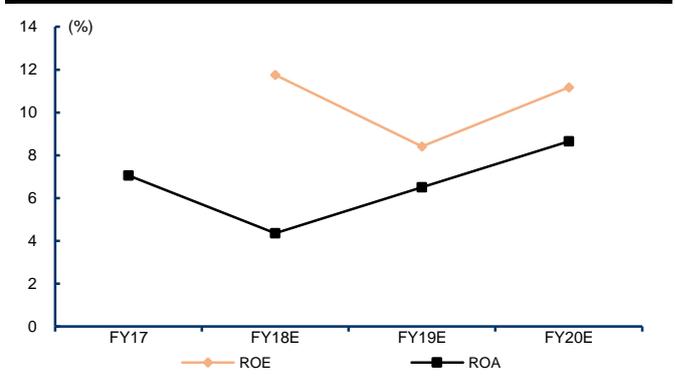
同程艺龙分别在 FY15, FY16 和 FY17 录得强劲的净经营现金流入人民币 4.52 亿元, 7.26 亿元和 4.11 亿元。凭借其获客优势及酒店预订占比上升, 我们预计公司将保持稳健的经营性现金流, 并分别在 FY19/20E 录得人民币 20.9 亿元/人民币 25.0 亿元的经营性现金流入。

图 53: 经营性现金流预测



资料来源：招银国际预测

图 54: 回报率预测



资料来源：公司及招银国际预测

图 55: 现金流及营运资金分析

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
现金流						
经营活动所得现金净额	(776)	(410)	720	825	2,085	2,504
资本性支出	(44)	(57)	(392)	(200)	(200)	(200)
其他	1,169	174	(150)	0	0	0
投资活动所得现金净额	1,125	117	(542)	(200)	(200)	(200)
资本变化	0	0	0	1,240	0	0
净银行借贷	0	0	190	0	0	0
其他	(61)	(80)	(4)	236	0	0
融资活动所得现金净额	(61)	(80)	186	1,477	0	0
年末现金及现金等价物	710	339	702	4,071	5,956	8,261
营运资金周转率						
存货周转天数	0	0	0	0	0	0
贸易应收款项周转天数	82	111	103	64	62	55
贸易应付款项周转天数	188	279	458	372	348	310
现金循环周期	(106)	(168)	(355)	(308)	(286)	(256)

资料来源：公司及招银国际预测

估值

首次覆盖，目标价为 18.59 港币

基于 DCF 估值，我们首次覆盖并给予目标价 18.59 港币，对应 21.5x FY19E P/E，0.6x FY19E PEG，较同业平均一致，但依然较携程估值低 16%。公司目前估值为 13.9x FY19E P/E，估值吸引（较携程估值低 46%），建议强烈关注。尤其考虑公司远高于行业平均的盈利增速、受出境游/保险搭售影响较小、净利润率处于上升通道，我们认为目前公司估值有待重塑。中短期催化剂包括：1) 春节期间月活增长可期；2) 潜在超预期业绩；及 3) 后期港股通指数的纳入。

(1) DCF 估值

鉴于同程艺龙长期拥有健康现金流，我们使用 DCF 作为首选估值方式。假设 WACC 为 14.8%，永续增长率为 3%，我们预计的目标价为 18.59 港元，对应 FY18/19/20E 的 31.0x/21.5x/16.6x 市盈率，较同业平均（21.1x FY19E P/E）一致。

图 56: DCF 估值

DCF 估值 (人民币 百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
息税前利润	1,884	2,534	3,233	3,947	4,601	5,172	5,654	6,049	6,366	6,616
税费	(322)	(434)	(553)	(676)	(788)	(885)	(968)	(1,035)	(1,090)	(1,133)
折旧摊销	375	394	413	430	447	462	476	487	497	506
营运资本变动	71	72	74	75	77	78	80	82	83	85
资本性支出	(200)	(260)	(338)	(439)	(527)	(633)	(696)	(766)	(842)	(926)
自由现金流	1,807	2,306	2,829	3,337	3,810	4,195	4,546	4,817	5,015	5,149
现值	1,574	1,750	1,869	1,921	1,910	1,832	1,729	1,596	1,447	12,578
终值										44,904

假设

加权平均资本成本	14.8%
有效税率	17.0%
无风险利率	3.95%
债务成本	5.0%
Beta	1.20
市场风险溢价	13.0%
股本成本	14.8%
资产负债率	0.0%
永续增长率	3.0%
债务	0

股权价值

现值	28,206
减去：净有息负债 (人民币 百万元)	(5,764)
减去：少数股东权益 (人民币 百万元)	5
股权价值 (人民币 百万元)	33,965
汇率	0.88
股权价值 (港币 百万元)	38,597
股数 (百万)	2,076
基于 DCF 的目标价 (港币)	18.59

永续增长率	加权平均资本成本					
	~	13%	14%	15%	16%	17%
1.5%	20.56	18.94	17.81	16.39	15.38	
2.0%	20.93	19.23	18.05	16.58	15.53	
2.5%	21.34	19.54	18.31	16.77	15.68	
3.0%	21.79	19.89	18.59	16.98	15.85	
3.5%	22.28	20.26	18.89	17.21	16.03	
4.0%	22.83	20.67	19.23	17.46	16.23	
4.5%	23.44	21.13	19.59	17.73	16.44	

资料来源：公司、彭博及招银国际预测

(2) 同业比较

基于彭博一致预期，OTA 和传统旅行社的 FY19E 平均市盈率分别为 21.4x 及 20.6x。我们从 OTA 同业中剔除一个异常值，即途牛（TOUR US），归因于途牛将在 FY19E 实现盈亏平衡。与传统旅行社相比，OTA 享有更高的估值倍数，这要归功于：1) OTA 通过轻资产策略实现更高的内生收益增长；2) 旅游市场不断在向线上转移。

我们的目标价对应的估值（21.5x FY19E P/E），较 OTA 同业平均一致。但考虑公司 FY18-20E 每股盈利复合年增长率为 37%（远高于行业平均），我们认为同程艺龙的市盈率应高于大部分可比公司。

携程为最佳对标公司。公司目前估值为 13.9x FY19E P/E，估值吸引（较携程估值低 46%），建议强烈关注。尤其考虑公司远高于行业平均的盈利增速、受出境游/保险搭售影响较小、净利润率处于上升通道，我们认为目前公司估值有待重塑。中短期催化剂包括：1) 春节期间月活增长可期；2) 潜在超预期业绩；及 3) 后期港股通指数的纳入。

图表 57: 同业比较

Company	Ticker	Mkt cap (USD mn)	Currency	Price	Fiscal Year End	PE			PS			EV/EBITDA			FY18-20E EPS CAGR
						FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	
OTA															
Ctrip	CTRP US	16,258	USD	29.8	12/2017	24.9	25.7	18.4	3.6	3.0	2.6	30.8	25.1	18.8	16%
Tuniu	TOUR US	690	USD	5.3	12/2017	NA	71.6	29.5	2.0	1.7	1.5	NA	75.2	23.8	NA
Booking	BKNG US	77,180	USD	1,665.9	12/2017	18.5	16.4	14.4	5.3	4.8	4.3	12.1	11.0	9.8	13%
Expedia	EXPE US	17,016	USD	114.2	12/2017	20.3	17.2	14.5	1.5	1.4	1.2	9.9	8.8	7.8	18%
Webjet	WEB AU	1,128	AUD	11.6	12/2017	27.4	17.5	12.5	5.6	4.4	3.4	17.7	12.1	8.2	27%
TripAdvisor	TRIP US	7,712	USD	56.0	12/2017	32.5	30.2	25.2	4.8	4.4	4.0	17.0	15.2	13.3	14%
Average						24.7	29.8	19.1	3.8	3.3	2.8	17.5	24.6	13.6	18%
Average(excluding Tuniu)						24.7	21.4	17.0	4.2	3.6	3.1	17.5	14.4	11.6	18%
Traditional Travel Agency															
UTour	002707 CH	753	CNY	6.0	12/2017	18.9	15.3	12.8	0.4	0.3	0.3	14.3	11.8	10.2	22%
Tempus Global	300178 CH	777	CNY	8.5	12/2017	14.1	11.5	9.4	0.9	0.6	0.5	11.9	8.6	7.0	23%
Zhangjiajie Tourism	000430 CH	312	CNY	5.2	12/2017	36.7	30.6	32.6	3.8	3.3	3.1	19.7	11.3	8.8	6%
Changbai Mountain	603099 CH	355	CNY	9.0	12/2017	30.3	25.0	19.8	5.1	4.4	3.9	13.9	12.0	8.9	24%
Average						25.0	20.6	18.6	2.5	2.2	1.9	14.9	10.9	8.7	19%
Total Average						24.8	26.1	18.9	3.3	2.8	2.5	16.4	19.1	11.7	18%
Total Average(excluding Tuniu)						24.8	21.1	17.7	3.4	3.0	2.6	16.4	12.9	10.3	18%

资料来源：公司、彭博及招银国际预测

注：数据截至 2019 年 1 月 15 日

核心风险因素：1) 宏观经济不确定性；2) 行业竞争加剧；3) 潜在政策风险，如保险搭售；4) 和产品供应商及渠道上的合作关系。

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY17PF	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,026	2,205	2,519	5,226	6,022	8,016	10,103
预订住宿服务	908	2,094	2,362	2,530	3,374	3,896	4,674
交通票务服务	89	87	61	2,463	1,936	2,163	2,548
其他	29	24	96	233	250	276	301
销售成本	(640)	(1,033)	(812)	(1,671)	(1,618)	(1,958)	(2,315)
毛利	386	1,172	1,707	3,556	4,404	6,059	7,788
服务开发开支	(399)	(518)	(522)	(1,192)	(1,807)	(1,715)	(1,849)
销售及营销开支	(775)	(1,883)	(1,095)	(1,803)	(2,094)	(2,793)	(3,653)
行政开支	(273)	(898)	(97)	(298)	(734)	(386)	(402)
按公允价值计入损益计量的投资的公允价值变动	18	(4)	1	1	-	-	-
其他收入	49	11	13	20	-	-	-
其他收入/(亏损)净额	51	5	23	54	-	-	-
经营(亏损)/收入	(943)	(2,116)	29	339	(231)	1,164	1,884
财务收入	9	8	10	13	13	13	13
其他收入	(18)	(48)	95	95	710	-	-
税前(亏损)/利润	(958)	(2,160)	134	447	492	1,177	1,897
所得税(开支)/抵免	(5)	(1)	60	8	(49)	(200)	(322)
非控制股东权益	(47)	(21)	(1)	1	-	-	-
归属股东净利润	(916)	(2,139)	196	456	443	977	1,574
调整后净利润	(730)	(240)	193	713	1,096	1,577	2,045

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)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	457	584	924	8,547	8,404	8,216
物业、厂房及设备	99	101	442	750	849	945
采用权益法入账的投资	51	40	38	38	38	38
按公允价值计入损益的投资	50	46	25	25	25	25
无形资产净值	209	348	309	7,558	7,305	7,011
递延所得税资产	-	-	62	128	128	128
预付款项及其他应收款项	48	50	49	49	59	69
流动资产	1,800	1,722	1,844	6,170	8,473	11,215
贸易应收款项	461	883	539	903	1,202	1,515
预付款项及其他应收款项	236	274	196	566	685	810
按摊销成本计量的短期收益	225	-	-	-	-	-
按公允价值计入损益计量的短期投资	21	71	236	441	441	441
受限制现金	146	154	171	189	189	189
现金及现金等价物	710	339	702	4,071	5,956	8,261
流动负债	1,202	1,433	1,578	3,106	3,689	4,198
借债	-	-	20	20	20	20
关连款项	659	922	1,115	1,537	1,762	1,967
应付贸易账款	541	511	437	1,505	1,844	2,122
合同负债	-	-	-	30	40	51
应付税项	2	0	6	14	23	39
非流动负债	7	6,405	6,522	174	174	174
借款	-	-	172	172	172	172
递延所得税负债	4	4	0	0	0	0
可赎回可转换优先股	-	6,399	6,348	-	-	-
其他应付款及应计费用	3	2	2	2	2	2
净资产总值	1,021	(5,538)	(5,337)	11,437	13,014	15,060
少数股东权益	28	6	5	5	5	5
股东权益	1,048	(5,532)	(5,332)	11,432	13,009	15,055

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	(958)	(2,160)	134	492	1,177	1,897
折旧和摊销	73	77	84	294	330	375
营运资金变动	(39)	(255)	554	29	165	71
税	(17)	(3)	1	(49)	(200)	(322)
其他	147	1,927	(52)	10	413	161
经营活动所得现金净额	(776)	(410)	720	825	2,085	2,504
购买物业、厂房及设备	(44)	(57)	(392)	(200)	(200)	(200)
为购买短期投资付款	(917)	(475)	(1,673)	-	-	-
短期投资赎回所得款项	2,103	656	1,520	-	-	-
其他	(17)	(7)	3	-	-	-
投资活动所得现金净额	1,125	117	(542)	(200)	(200)	(200)
资本变化	-	-	-	1,240	-	-
净银行借贷	-	-	190	-	-	-
其他	(61)	(80)	(4)	236	-	-
融资活动所得现金净额	(61)	(80)	186	1,477	-	-
现金增加净额	288	(373)	364	2,101	1,885	2,304
现金及现金等价物受汇率变动的影响	10	2	(1)	-	-	-
年初现金及现金等价物	413	710	339	1,970	4,071	5,956
年末现金及现金等价物	710	339	702	4,071	5,956	8,261
资产负债表的现金	710	339	702	4,071	5,956	8,261

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)						
预订住宿服务	88.5	95.0	93.8	60.7	61.5	61.0
交通票务服务	8.7	3.9	2.4	34.8	34.1	33.9
其他	2.8	1.1	3.8	4.5	4.4	4.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
收入	NA	NA	NA	15.2*	33.1	26.0
毛利	NA	NA	NA	158.0*	37.6	28.6
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA	61.8
调整后净利润	NA	NA	NA	53.8*	43.9	29.7
盈利能力比率 (%)						
毛利率	37.7	53.1	67.8	73.1	75.6	77.1
税前利率	-	(1.7)	3.9	8.2	14.7	18.8
有效税率	(0.5)	(0.0)	(45.0)	10.0	17.0	17.0
调整后净利润率	(71.2)	(10.9)	7.6	18.2	19.7	20.2
资产负债比率						
流动比率 (x)	1.5	1.2	1.2	2.0	2.3	2.7
平均应收账款周转天数	82.1	111.3	103.1	63.8	61.9	54.8
平均应付账款周转天数	187.9	279.2	457.8	372.2	347.6	310.3
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	(87.4)	38.7	(3.7)	11.8	8.0	11.2
资产回报率	(40.6)	(92.8)	7.1	4.4	6.2	8.7
每股数据						
每股盈利(人民币)	-	-	-	0.53	0.76	0.99
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	-	-	-	5.51	6.27	7.25

来源: 公司及招银国际研究部

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的分析员，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于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上责任。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，请与我们联系。

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士。