

买入 (维持)

0780.HK 同程艺龙

港股通 (沪/深)

目标价: 16.5 港元

现价: 14.44 港元

3Q 前瞻: 住宿超预期恢复, 地面交通恢复较缓

2020年11月18日

预期升幅: 14%

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(千元)	7,392,932	6,016,593	8,903,554	10,333,368
同比增长	40.7%	-18.6%	48.0%	16.1%
调整后净利润(千元)	1,544,320	1,037,296	1,893,995	2,154,042
同比增长	191.4%	-32.8%	82.6%	13.7%
毛利率	68.6%	69.1%	70.0%	70.0%
调整后净利率	20.9%	17.2%	21.3%	20.8%
净资产收益率	5.2%	3.2%	7.6%	8.7%
调整后 EPS	0.75	0.50	0.92	1.05
每股经营现金流(元)	0.79	0.65	1.32	1.39

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2020-11-18
收盘价(港元)	14.44
总股本(亿股)	21.7
流通股本(亿股)	21.7
总市值(亿港元)	313
流通市值(亿港元)	313
净资产(亿元)	134
总资产(亿元)	176
每股净资产(元)	6.2

数据来源: Wind

相关报告

同程艺龙(0780.HK)深度报告-占位最优流量, 手握肥沃资源高屋建瓴卓越成长-20190630
同程艺龙(0780.HK)-20200525-1Q20 业绩点评-盈利超预期, 业务逐步恢复

同程艺龙(0780.HK)-20200901-2Q20 业绩点评-2Q 盈利超预期, 多渠道智慧发展

海外社服研究

分析师:

分析师: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

周灵珮

SAC: S0190119070056

zhoulingpei@xyzq.com.cn

投资要点

- **3Q20 前瞻:** 我们预计同程艺龙 3Q20 收入约 19 亿元, 同比下滑约 8%, 较 Q1/Q2 的 -43.6%/-24.6% 进一步企稳。预计毛利水平维持稳健, 而费用端或随着市场投放加大而小幅上升。我们预计调整后净利润约 3.3 亿元。
- **在线住宿或超预期恢复: 收入预计下滑 12.8%, take rate 维持高位, 间夜量实现增长。** 由于期内的线下补贴主要在酒店端而计入营销费用, take rate 预计维持在 9% 以上的高位。间夜量同比实现正增长, 而低线城市预计增速高达 25% 左右。预计国内酒店 ADR 下滑 20% 左右, 主要受到酒店行业普遍降价所致, 而 9 月后 ADR 跌幅或进一步收窄。
- **在线交通逐步企稳: 收入预计下滑 5%, 地面交通恢复较缓慢。** 预计机票收入及票量均实现上涨: 在票量双位数增长的基础上, 机票收入实现低单位数增长。然而, 受 1、地面交通市场恢复仍相对落后, 2、公司期内引流重心在住宿业务, 减少了 VAS 推广力度, 3、供需回归平衡的背景下, 附加服务恢复节奏放缓, 预计期内公司地面交通收入恢复八五成, 仍显著领先行业: 我国 Q3 铁路及民航客运量分别同比 -33.1% 及 -24%。
- **经营数据: 预计 MAU 转正, MPU 企稳。** 随着疫情逐步得到控制, Q3 暑假来临、消费者出行意愿强烈, 加上公司加强了多渠道引流, 我们预计公司 3Q20 的 MAU 可同比转正。此外, 由于线下票机及酒店扫码入住渠道变现率高, 预计公司期内 MPU 可同比企稳。
- **维持“买入”评级。** 在我国 OTA 渗透空间大、疫情后低线市场领先复苏的背景下, 公司多渠道、下沉发展策略奏效, 持续领先行业复苏。由于 19Q4 高基数, 我们微调 2020/2021/2022 年收入至 60/89/103 亿元, 经调整净利润为 10.37/18.9/21.5 亿元, 维持目标价 16.5 港元, 对应 2020/2021/2022 年约 32x/18x/16x PE, 维持“买入”评级。目前公司股价对应 2021/2022 年 PE 为 14x/12.3x, 具备安全边际。

风险提示: 1) 行业政策风险; 2) 自然灾害、政治等突发事件风险; 3) 行业竞争激烈, 标品进入门槛较低; 4) 公司供应商集中度高; 5) 流动性较低。

报告正文

- **3Q20 前瞻:** 我们预计同程艺龙 3Q20 收入约 19 亿元, 同比下滑约 8%, 较 Q1/Q2 的 -43.6%/-24.6% 进一步企稳。预计毛利水平维持稳健, 而费用端预计随着市场投放加大而小幅上升。我们预计调整后净利润约 3.3 亿元, 继续领先行业恢复, 维持 OTA 中盈利能力最佳的地位。
- **在线住宿或超预期恢复: 收入预计下滑 12.8%, take rate 维持高位, 间夜量实现增长。** 由于期内的线下补贴主要在酒店端而计入营销费用, take rate 预计维持在 9% 以上的高位。住宿业务间夜量同比实现正增长, 而低线城市预计增速高达 25% 左右。预计国内酒店 ADR 下滑 20% 左右, 主要受到酒店行业普遍降价所致, 而 9 月后 ADR 跌幅或进一步收窄。
- **在线交通逐步企稳: 收入预计下滑 5%, 地面交通恢复较缓慢。** 我们预计机票业务如预期般恢复, 收入及票量均实现上涨: 在票量双位数增长的基础上, 机票收入实现低单位数增长。然而, 受 1、地面交通市场恢复仍相对落后, 2、公司期内推广引流重心在住宿业务, 减少了 VAS 业务推广力度, 3、在供需回归平衡的背景下, VAS 等附加服务业务恢复节奏有所放缓, 预计期内公司地面交通业务收入恢复至八五成, 拖累公司整体的交通票务业务收入下滑。但值得注意的是, 公司恢复情况仍显著领先行业: 根据国家统计局及民航局统计, 我国 Q3 铁路及民航客运量分别同比 -33.1% 及 -24%。
- **经营数据: 预计 MAU 转正, MPU 企稳。** 随着疫情逐步得到控制, Q3 暑假来临、消费者出行意愿强烈, 加上公司加强了多渠道引流, 我们预计公司 3Q20 的 MAU 可同比转正。此外, 由于线下票机及酒店扫码入住渠道变现率高, 预计公司期内 MPU 可同比企稳。
- **多渠道、下沉市场布局奏效, 持续跑赢行业。** 十一期间公司继续领跑, 国内大交通服务人次及酒店预定量均创新高。国内大交通出票量同比 +27% (机票/火车/汽车票量分别 +25%/+10%/+100%), 其中三线及以下城市出票量同比 +35%。汽车票量的大幅增长主要得益于此前公司的票机布局。住宿方面, 间夜量同比 +43%, 其中低线城市同比 +55%。在我国 OTA 市场渗透空间仍大、疫情后低线市场领先复苏的背景下, 公司多渠道、下沉发展策略奏效, 有望摄取更多市场份额, 享受下沉市场红利。

表1、年度财务预测

(人民币 千元)		FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
住宿预订		1,830,370	2,358,123	1,790,196	2,953,632	3,351,403
	yoy	-22.5%	28.8%	-24.1%	65.0%	13.5%
交通票务		3,232,521	4,517,658	3,696,945	5,367,524	6,341,329
	yoy	5173.7%	39.8%	-18.2%	45.2%	18.1%
其他		192,748	517,151	529,452	582,397	640,637
	yoy	101.5%	168.3%	2.4%	10.0%	10.0%
总收入		5,255,639	7,392,932	6,016,593	8,903,554	10,333,368
	yoy	108.7%	40.7%	-18.6%	48.0%	16.1%
营业成本		-1,600,513	-2,317,746	-1,859,557	-556,354	-498,270
毛利润		3,655,126	5,075,186	4,157,036	8,347,200	9,835,098
	yoy	114.1%	38.9%	-18.1%	100.8%	17.8%
经营利润		-311,192	859,527	466,038	1,374,178	1,728,904
经调整 EBITDA		1,152,134	2,018,532	1,582,627	2,648,732	2,946,749
所得税		-66,987	-194,989	-50,699	-241,924	-199,380
净利润		534,539	686,522	454,069	1,181,301	1,529,524
	yoy	175.0%	28.4%	-33.9%	160.2%	29.5%
经调整净利润		915,945	1,544,320	1,037,296	1,893,995	2,154,042
归母净利润		529,957	688,098	453,161	1,178,938	1,526,465
经调整归母净利润		911,363	1,545,896	1,036,388	1,891,632	2,150,983

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

注：调整项主要为“以股份为基础的酬金”、“无形资产摊销”、“物业、厂房及设备和使用权资产折旧”等，18年还包含上市及重组开支

表2、季度财务预测

(人民币 千元)		4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20E	4Q20E
住宿预订		621,863	229,014	384,298	605,158	571,726
	yoy	46.6%	-53.2%	-30.6%	-12.8%	-8.1%
交通票务		1,181,997	686,768	725,822	1,082,819	1,201,536
	yoy	10.2%	-45.4%	-22.5%	-5.0%	1.7%
其他		152,633	89,334	89,986	208,183	141,949
	yoy	101.9%	153.1%	-10.4%	-9.0%	-7.0%
总收入		1,956,493	1,005,116	1,200,106	1,896,161	1,915,210
	yoy	24.4%	-43.6%	-24.6%	-8.0%	-2.1%
营业成本		-575,061	-351,267	-332,453	-582,121	-593,715
毛利润		1,381,432	653,849	867,653	1,314,039	1,321,495
	yoy	36.0%	38.9%	-49.1%	-15.7%	-4.7%
经营利润		106,682	-52,672	49,176	175,513	148,470
经调整 EBITDA		415,109	158,902	267,349	448,204	441,265
所得税		-17,874	-7,899	-1,865	-18,604	-22,331
净利润		96,872	-57,189	55,128	167,440	137,176
经调整净利润		331,075	78,075	196,162	331,533	321,373
归母净利润		97,295	-55,633	54,730	166,231	136,319
经调整归母净利润		327,812	79,631	195,764	330,324	320,516
每股盈利						
EPS		0.161	0.038	0.093	0.157	0.152
盈利能力						
毛利率		70.6%	65.1%	72.3%	69.3%	69.0%
经营利润率		5.5%	-5.2%	4.1%	9.3%	7.8%
经调整 EBITDA 率		21.2%	15.8%	22.3%	23.6%	23.0%
调整后净利率		16.9%	7.8%	16.3%	17.5%	16.8%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

注：调整项主要包含“以股份为基础的酬金”、“无形资产摊销”、“物业、厂房及设备和使用权资产折旧”，18年另还包含上市相及重组相关开支

- **投资建议：维持“买入”评级。**公司下沉及多渠道战略奏效，通过加速渗透并抢占低线市场而持续领先行业复苏。考虑到 19Q4 高基数，我们微调 2020/2021/2022 年收入至 60/89/103 亿元，经调整后净利润为 10.37/18.9/21.5 亿元，维持目标价为 16.5 港元，对应 2020/2021/2022 年约 32x/18x/16x PE，维持“买入”评级。目前公司股价对应 2021/2022 年 PE 为 14x/12.3x，具备安全边际。
- **风险提示：**1) 行业政策风险；2) 自然灾害、政治等突发事件风险；3) 行业竞争激烈，标品进入门槛较低；4) 公司供应商集中度高；5) 流动性较低

附表

资产负债表				
单位: 千元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,691,343	9,439,095	12,009,806	14,153,559
货币资金	2,484,649	2,714,289	4,237,102	5,861,866
短期投资	4,540,928	4,540,928	4,540,928	4,540,928
应收账款	1,096,313	906,610	1,341,631	1,557,083
其他	1,569,453	1,277,269	1,890,144	2,193,681
非流动资产	9,791,917	10,115,893	10,484,956	10,870,107
物业、厂房及设备	1,102,031	1,190,193	1,275,887	1,367,751
无形资产	7,860,452	8,096,266	8,379,635	8,672,922
土地使用权	0	0	0	0
长期投资	329,188	329,188	329,188	329,188
其他	500,246	500,246	500,246	500,246
资产总计	19,483,260	19,554,988	22,494,762	25,023,666
流动负债	5,605,757	4,876,003	6,164,670	6,790,921
应付账款	3,428,531	2,769,281	4,049,287	4,671,249
应付账款	2,082,613	2,082,613	2,082,613	2,082,613
递延收入及其他	94,613	24,109	32,770	37,059
非流动负债	725,829	725,829	725,829	725,829
长期借款	132,921	132,921	132,921	132,921
长期递延收入	568,376	568,376	568,376	568,376
其他长期负债	24,532	24,532	24,532	24,532
负债合计	6,331,586	5,601,832	6,890,499	7,516,750
本公司权益持有人占权益	13,156,366	13,956,940	15,605,684	17,505,278
普通股	7,323	7,323	7,323	7,323
资本公积	18,189,973	18,189,973	18,189,973	18,189,973
累计其他综合损失	-5,040,923	-4,240,349	-2,591,605	-692,011
库存股	-7	-7	-7	-7
少数股东权益	-4,692	-3,784	-1,421	1,638
总权益	13,151,674	13,953,156	15,604,263	17,506,916
负债及权益合计	19,483,260	19,554,988	22,494,762	25,023,666
现金流量表				
单位: 千元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	881,511	504,768	1,423,225	1,728,904
折旧和摊销	581,139	769,175	804,748	844,716
营运资金的变动	-205,041	-247,867	240,770	107,262
经营性现金流	1,623,318	1,334,354	2,708,766	2,867,379
投资性现金流	-3,417,282	-1,093,152	-1,173,811	-1,229,867
融资性现金流	921,349	-11,563	-12,141	-12,748
现金净变动	-872,615	229,640	1,522,813	1,624,764
现金的期初余额	3,143,883	2,271,268	2,500,908	4,023,721
现金的期末余额	2,271,268	2,500,908	4,023,721	5,648,485

利润表				
单位: 千元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,392,932	6,016,593	8,903,554	10,333,368
营业成本	-2,317,746	-1,859,557	-2,673,366	-3,100,011
毛利	5,075,186	4,157,036	6,230,188	7,233,358
利息与其他收入	175,053	204,365	224,358	230,566
销售费用	-2,246,450	-1,937,778	-2,573,867	-2,686,676
研发费用	-1,519,109	-1,502,541	-1,972,287	-2,273,341
行政费用	-625,153	-455,044	-534,213	-775,003
经营利润	859,527	466,038	1,374,178	1,728,904
税前盈利	881,511	504,768	1,423,225	1,728,904
所得税	-194,989	-50,699	-241,924	-199,380
净利润	686,522	454,069	1,181,301	1,529,524
少数股东损益	-1,576	908	2,363	3,059
归母净利润	688,098	453,161	1,178,938	1,526,465
EPS(元)	0.33	0.22	0.57	0.74
调整后净利润	1,544,320	1,037,296	1,893,995	2,154,042
调整后EPS	0.75	0.50	0.92	1.05

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	40.7%	-18.6%	48.0%	16.1%
毛利润增长率	38.9%	-18.1%	49.9%	16.1%
净利润增长率	28.4%	-33.9%	160.2%	29.5%
归母净利润增长率	29.8%	-34.1%	160.2%	29.5%
盈利能力(%)				
毛利率	68.6%	69.1%	70.0%	70.0%
净利率	9.3%	7.5%	13.3%	14.8%
ROE	5.2%	3.2%	7.6%	8.7%
ROA	3.5%	2.3%	5.2%	6.1%
偿债能力				
净资产负债率	48.1%	40.1%	44.2%	42.9%
资产负债率	32.5%	28.6%	30.6%	30.0%
流动比率	1.7	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.45	1.67	1.64	1.76
营运能力				
资产周转率	0.38	0.31	0.40	0.41
应收帐款周转率	6.74	6.64	6.64	6.64
每股资料(元)				
每股收益	0.33	0.22	0.57	0.74
每股净资产	6.4	6.8	7.6	8.5
估值比率(倍)				
PE(调整后)	17.2	25.5	14.0	12.3
PB(调整后)	2.0	1.9	1.7	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。