

【广发社服&海外】同程艺龙 (00780.HK)

Q2 恢复持续领跑行业，月活用户数创新高

核心观点:

- **Q2 收入业绩增长良好，盈利水平表现亮眼。**公司发布 21Q2 业绩公告。Q2 实现收入 21.38 亿元，同比 19 年增长 34.4%。调整后净利润 3.98 亿元。**盈利能力：**成本费用控制能力优秀，收入结构变化、运营效率提升以及买断减少导致盈利能力同比提升明显，Q2 毛利率为 76.4%，+4.3pct；经调整净利率为 18.6%，+2.3pct。
- **Q2 MAU 创历史新高，获客战略收效明显。**21Q2 同程艺龙 GMV 为 439 亿元，较 19 年同期增长 6.3%；整体货币化率为 4.9%。平均月活用户为 2.78 亿人创新高，较 19 年同期增长 53.0%。付费转化方面，平均月付费用户为 3340 万人，较 19 年同期增长 20.6%。付费率达到 12.0%，同比提升 1.4pct。公司在下沉市场优势进一步巩固，线下获客方面，继续推进和酒店以及车站/交运公司合作以促成线下流量转化。线上方面，7 月公司和腾讯的战略合作及营销推广框架协议落地，双方合作有望进一步深入。**分业务：**Q2 交通和住宿业务同比 19 年分别增长 31.8% 和 34.3%。酒店间夜量同比 19 年增长达到 65%，增长亮眼。ADR 同比 19 年仍有下降，主要是结构性变化以及整体酒店行业 ADR 尚未恢复至疫情前水平所致。Q2 国内机票销量同比 19 年增长 38%。
- **盈利预测与投资建议。**整体来看，同程艺龙在疫情后恢复持续领先于 OTA 行业整体。后续盈利水平受疫情影响可控，经营韧性较强。考虑到 Q3 疫情影响，下调 21 年调整后净利润预测至 14.0 亿元，预计 2022 年-23 年调整后净利润分别为 18.9 亿元和 23.2 亿元。DCF 法下对应合理价值为 20.81 HKD/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情影响旅游需求；OTA 行业竞争加剧影响货币化率水平。
(本文汇率均采用当前即期汇率 1 港元=0.83 人民币)

盈利预测: (单位: 人民币, 归母净利润和 EPS 采用调整后口径)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7401	5933	8132	10548	12847
增长率 (%)	19.8%	-19.8%	37.1%	29.7%	21.8%
EBITDA (百万元)	1274	798	1135	1386	1870
归母净利润 (百万元)	1544	988	1397	1885	2320
增长率 (%)	68.6%	-36.0%	41.4%	34.9%	23.1%
EPS (元/股)	0.73	0.45	0.63	0.85	1.05
市盈率 (P/E)	17.14	29.45	23.08	17.10	13.90
ROE (%)	5.2%	2.3%	2.9%	4.2%	6.8%
EV/EBITDA	19.17	34.41	26.83	24.14	17.31

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	16.38 港元
合理价值	20.81 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-25

相对市场表现



分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNV176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究:

【广发社服&海外】同程艺龙 2021-05-20
(00780.HK):Q1 恢复继续
领跑行业, 加强多渠道获客
力度

【广发社服】同程艺龙 2021-03-27
(00780.HK):20 年整体恢
复亮眼, 低线城市持续发力

联系人:

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、Q2 收入业绩增长良好，盈利水平表现亮眼.....	4
二、Q2 MAU 创历史新高，获客战略收效明显.....	6
三、8 月以来疫情或影响 Q3 短期恢复，依然看好长期竞争实力	7
四、风险提示	8

图表索引

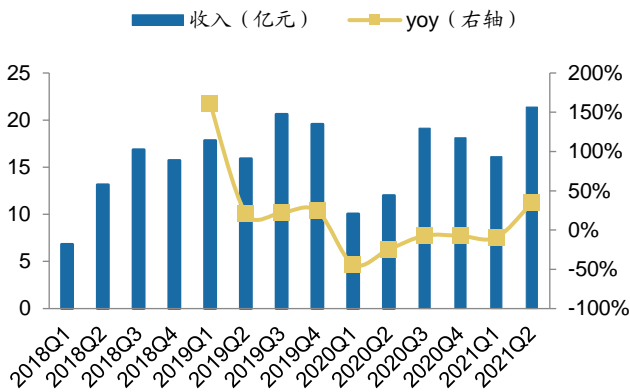
图 1: 同程艺龙 21Q2 实现收入 21.38 亿元, 同比 19 年增长 34.4%.....	4
图 2: 同程艺龙 21Q2 调整后净利润为 3.98 亿元.....	4
图 3: Q1 同程艺龙住宿预订业务实现收入 4.6 亿元, 较 19 年同期下降 6.3%.....	5
图 4: 同程艺龙交通票务业务 Q1 实现收入 10.2 亿元, 较 19 年同期下降 18.7%.....	5
图 5: 同程艺龙单季度毛利率、EBITDA 率和调整后净利率	5
图 6: 同程艺龙单季度各项开支/收入	5
图 7: 同程艺龙各项成本占收入比重	6
表 1: 同程艺龙主要经营指标汇总	7
表 2: 同程艺龙 DCF 估值假设	8
表 3: 同程艺龙 DCF 估值结果	8

本文除特殊说明外均采用人民币为货币单位。

一、Q2 收入业绩增长良好，盈利水平表现亮眼

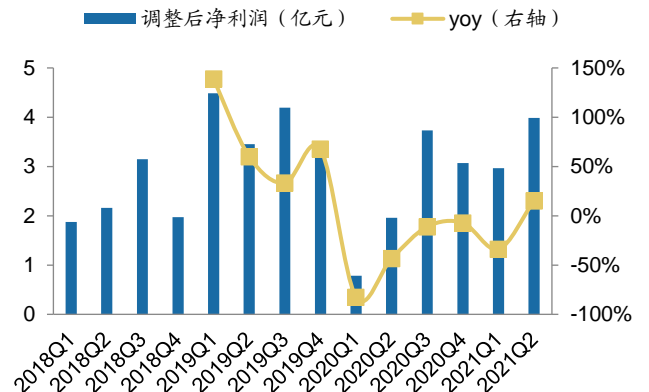
同程艺龙近日发布2021Q2业绩公告。**Q2旅游行业整体呈复苏态势，叠加小长假刺激，居民旅游出行回暖明显，局部疫情影响有限，再加上公司自身增长战略收效及经营效率提升，Q2整体经营和财务表现亮眼。**21Q2实现收入21.38亿元，同比增长78.1%，同比19年增长34.4%；调整后净利润为3.98亿元，同比19年同期增长15.3%，实现正增长。收入和业绩表现均处于此前公司指引的上区间。

图1：同程艺龙21Q2实现收入21.38亿元，同比19年增长34.4%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：同程艺龙21Q2调整后净利润为3.98亿元

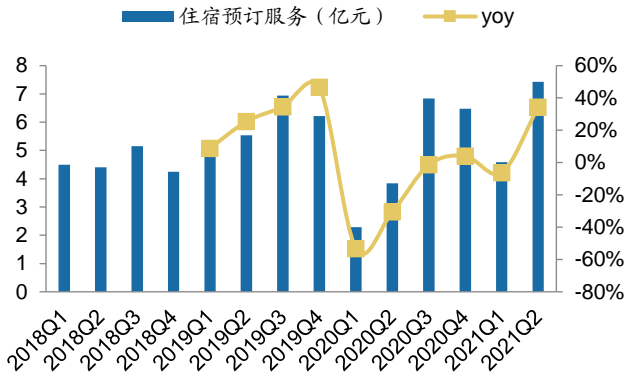


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

分业务来看，Q2住宿预订业务实现收入7.4亿元，同比增长93.3%，较19年同期增长34.3%。剔除国际业务和买断影响后，可比口径住宿业务收入同比19年增长44%。量价拆分来看，Q2国内酒店市场整体景气回升，同程艺龙间夜同比19年增长达到65%（Q1为45%），其中高线和低线城市增长分别超过50%和100%，增长亮眼。ADR同比19年仍有下降，主要是结构性变化以及整体酒店行业ADR尚未恢复至疫情前水平所致。

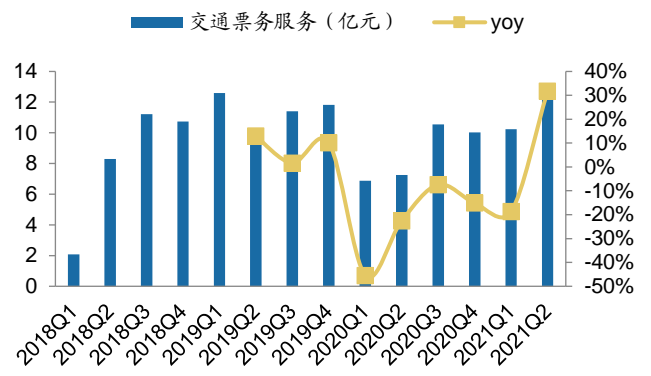
交通票务业务Q2实现收入12.3亿元，同比增长70.1%，较19年同期增长31.8%，好于此预期。Q2国内机票销量同比19年增长38%（Q1为20%）。火车票方面继续致力于提升交叉销售率，特别是向机票业务导流。汽车票方面继续巩固领先地位，截止6月末，已经在近300个城市铺设超过9000台票机，Q2票量接近19年的3倍。

图3: Q1同程艺龙住宿预订业务实现收入4.6亿元, 较19年同期下降6.3%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 同程艺龙交通票务业务Q1实现收入10.2亿元, 较19年同期下降18.7%

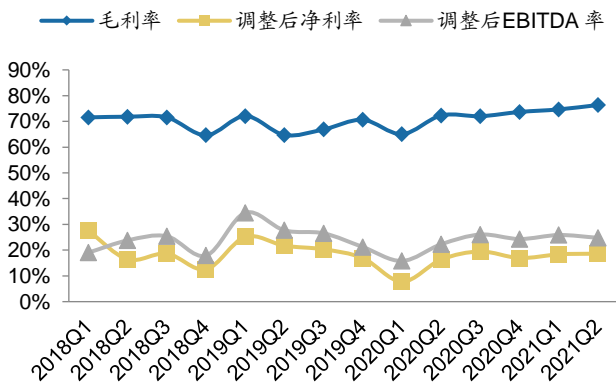


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

盈利能力方面: 收入结构变化、运营效率提升以及买断减少导致盈利能力同比提升明显。 Q2同程艺龙毛利率为76.4%, 同比提升4.3pct; 经调整EBITDA利润率和经调整净利率分别为24.8%和18.6%, 同比分别提升2.5pct和2.3pct。

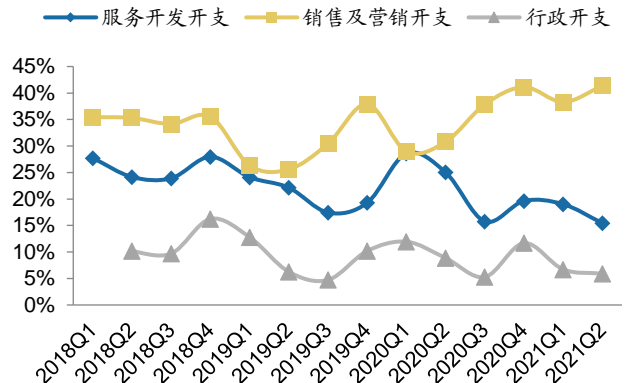
成本费用方面: 公司成本费用控制水平优秀, 与19年同期相比各项成本占收入比重均有下降。 订单处理成本占收入的11.7%, 较19年同期下3.6pct; 雇员福利开支、采购成本、承担存货风险的买断成本同比19年同期分别下降0.8pct、2.3pct和3.3pct。费用方面, 21Q2公司继续加大营销投入, 销售部门员工数量增长以及代理佣金开支增加导致销售费用率为41.4%, 同比提升10.6pct, 较19年同期提升15.8pct。服务开发开支和行政开支持续优化, 体现出优秀的控费能力, Q2服务开发开支和行政开支占收入比重分别为15.4%和5.9%, 同比分别下降9.6pct和3.0pct。

图5: 同程艺龙单季度毛利率、EBITDA率和调整后净利率



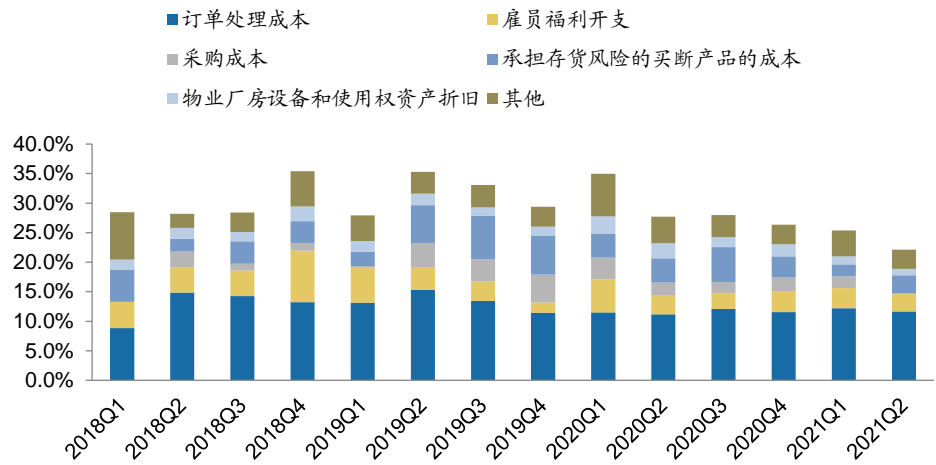
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 同程艺龙单季度各项开支/收入



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 同程艺龙各项成本占收入比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、Q2 MAU 创历史新高, 获客战略收效明显

从经营表现来看: 21Q2同程艺龙GMV为439亿元, 同比增长96%, 较19年同期增长6.3%; 整体货币化率为4.9%。用户增长方面: Q2平均月活用户为2.78亿人创新高, 同比增长58.3%, 较19年同期增长53.0%, 得益于和腾讯系特别是微信小程序(贡献78.1%的MAU)的稳定合作以及线下获客和机票盲盒等产品的成功, MAU增长亮眼。付费转化方面, 平均月付费用户为3340万人, 同比增长79.6%, 较19年同期增长20.6%。付费率达到12.0%, 同比提升1.4pct, 环比也有所提升。

公司在下沉市场优势进一步巩固, 持续探索线上线下多元化流量来源。截止2021年Q2, 注册用户中来自非一线城市的用户占86.6%, 持续提升。Q2 60.0%的微信平台新付费用户来自三线及以下城市。线下获客方面, 继续推进和酒店以及车站/交运公司合作以促成线下流量转化。线上方面, 7月公司和腾讯的战略合作及营销推广框架协议落地, 合约有效期至2024年7月, 并有优先合作条款。双方合作有望进一步深入, 同时得益于公司优秀的控费水平, 新合约对整体盈利能力影响不大。

Q2以来公司继续推出盲盒活动, 引流效果突出。推出了名为“48小时”的创新营销活动, 开始打造自有品牌下的短途旅行产品。此外, 也积极探索其他线上流量平台, 如手机轻应用程序和短视频平台等。

表1: 同程艺龙主要经营指标汇总

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
平均月活跃用户 MAU (百万人)	199.3	181.6	234.0	205.9	148.4	175.6	245.8	196.0	234.2	277.9
yoy	22.0%	15.4%	13.4%	18.5%	-25.5%	-3.3%	5.0%	-4.8%	57.8%	53.0%
平均月付费用户 MPU (百万人)	23.1	27.7	22.3	27.1	14.8	18.6	29.8	28.7	27.3	33.4
yoy	36.7%	53.9%	-1.3%	21.5%	-35.9%	-32.9%	0.0%	5.9%	105.9%	20.6%
付费率	11.6%	15.3%	9.5%	13.2%	10.0%	10.6%	12.1%	14.6%	11.7%	12.0%
交易额 (十亿元)	35.9	41.3	47.6	41.3	18.2	22.4	39.7	36.1	33.3	43.9
yoy	23.8%	42.9%	21.7%	19.7%	-49.3%	-45.8%	-16.6%	-12.6%	83.0%	96.0%
收入 (亿元)	17.8	15.9	20.6	19.6	10.1	12.0	19.2	18.1	16.1	21.4
yoy	161.4%	21.0%	22.3%	24.4%	-43.6%	-24.6%	-7.1%	-7.3%	60.6%	78.1%
Take Rate	5.0%	3.9%	4.3%	4.7%	5.5%	5.4%	4.8%	5.0%	4.8%	4.9%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

Q3以来疫情和突发天气对暑期特别是8月旅游市场带来较大冲击, 也对公司经营层面带来一定影响。根据公司业绩会披露资料, 预计Q3收入端同比19年下降5%-10%, 同比20年基本持平, 剔除国际业务和买断后, 收入同比19年预计增长0%-5%。调整后净利润预计为3-3.5亿元。

整体来看, 同程艺龙在疫情后恢复持续领先于OTA行业整体。今年以来继续加大线上线下多渠道推广力度, 月活用户和付费转化收效明显。成本费用端相对刚性的人工成本、折旧、行政费用等控制出色, 营销端投入和订单处理成本较为灵活, 后续盈利水平受疫情影响可控, 经营韧性较强。考虑到Q3疫情影响, 下调21年调整后净利润预测至14.0亿元, 2022年-23年调整后净利润分别为18.9亿元和23.2亿元。DCF法下对应合理价值为20.81 HKD/股, 维持“买入”评级。

表2: 同程艺龙DCF估值假设

关键性假设	数值
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.00%
行业 Beta	1.17
风险溢价 Rm-Rf	6.00%
股票贴现率 Ke	10.02%
税率	22.00%
债务利率 Kd	5.00%
WACC	9.18%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: 同程艺龙DCF估值结果

项目	
WACC	9.18%
终值 (亿元, 2030 年)	494.06
企业价值 (亿元)	384.12
股票价值 (亿元)	381.96
发行股数 (百万股)	2211.95
归属于股东的每股净现值 (元/股)	17.27
合理价值 (HKD)	20.81

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

- (一) OTA行业竞争加剧, 货币化率受到影响
- (二) 疫情发展存在不确定性, 影响商旅和休闲旅游需求
- (三) 引流和转化效果不及预期, 活跃用户增速放缓

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	9691	8830	9898	11762	13325	
现金	2271	1804	2009	2997	4078	
应收账款	1096	932	1235	1627	1968	
存货	0	0	0.00	0.00	0.00	
其他	6324	6093	6654	7139	7278	
非流动资产	9792	10284	10182	10436	11147	
固定资产	1102	1226	1135	1150	1347	
无形资产	7886	7707	7439	7381	7617	
租金按金	0	0	0	0	0	
使用权资产	0	0	0	0	0	
其他	804	1351	1608	1906	2184	
资产总计	19483	19114	20080	22198	24472	
流动负债	5606	4234	4777	6271	7453	
短期借款	107	49	100	100	100	
应付账款	3429	2001	2471	3340	4042	
其他	2070	2184	2206	2831	3311	
非流动负债	726	863	863	863	863	
长期借款	133	113	113	113	113	
租赁负债	0	0	0	0	0	
其他	593	750	750	750	750	
负债合计	6332	5097	5640	7135	8316	
少数股东权益	-5	3	2	1	-4	
股本	7	8	8	8	8	
留存收益和资本公积	13149	14006	14430	15055	16153	
归属母公司股东权益	13156	14014	14437	15063	16161	
负债和股东权益	19483	19114	20080	22198	24472	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7401	5933	8132	10548	12847	
营业成本	2318	1697	2347	3006	3638	
销售费用	2246	2131	3116	3889	4483	
管理费用	625	522	607	788	1089	
研发费用	1519	1246	1578	2123	2434	
财务费用	-46	-13	-23	-24	-133	
营业利润	693	196	533	795	1204	
利润总额	882	398	542	900	1359	
所得税	195	72	119	176	267	
净利润	687	326	423	624	1093	
少数股东损益	-2	-2	-1	-1	-5	
归属母公司净利润	688	328	424	625	1098	
调整后净利润	1544	988	1397	1885	2320	
EBITDA	1274	798	1135	1386	1870	
EPS (元)	0.73	0.45	0.63	0.85	1.05	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1696	136	446	1530	1945	
净利润	688	328	424	625	1098	
折旧摊销	581	602	660	644	666	
少数股东权益	-2	-2	-1	-1	-5	
营运资金变动及其他	429	-792	-637	262	186	
投资活动现金流	-2955	-773	-271	-516	-855	
资本支出	-303	-166	-300	-600	-855	
其他投资	-2652	-606	29	84	-1100	
筹资活动现金流	373	177	30	-26	245	
借款增加	87	-77	51	0	0	
普通股增加	324	286	0	0	-9	
已付股利	0	0	-20	-26	0	
其他	-39	-32	0	0	0	
现金净增加额	-873	-467	205	988	-9	
期初现金余额	3144	2271	1804	2009	2997	
期末现金余额	2271	1804	2009	2997	4078	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	19.8%	-19.8%	37.1%	29.7%	21.8%
营业利润	-	-71.7%	172.1%	49.0%	51.5%
归属母公司净利润	68.6%	-36.0%	41.4%	34.9%	23.1%
获利能力					
毛利率	68.7%	71.4%	71.0%	71.4%	71.6%
调整后利润率	20.9%	16.7%	17.3%	17.9%	17.3%
ROE	5.2%	2.3%	2.9%	4.2%	6.8%
ROIC	-0.2%	1.1%	2.6%	3.9%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	0.32	0.27	0.28	0.32	0.34
净负债比率	-0.17	-0.12	-0.12	-0.18	-0.24
流动比率	1.73	2.09	2.07	1.88	1.79
速动比率	1.69	2.06	2.03	1.84	1.75
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.31	0.40	0.48	0.52
应收账款周转率	2.53	6.37	6.56	6.46	6.51
应付账款周转率	0.34	0.85	0.95	0.90	0.90
每股指标 (元)					
每股收益	0.73	0.45	0.63	0.85	1.05
每股经营现金	-0.50	0.06	0.20	0.69	0.88
每股净资产	6.06	6.34	6.53	6.81	7.30
估值比率					
P/E	17.14	29.45	23.08	17.10	13.90
P/B	2.01	2.08	2.23	2.14	2.00
EV/EBITDA	19.17	34.41	26.83	24.14	17.31

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。