

互联网	收盘价 港元 18.78	目标价 港元 24.00个	潜在涨幅 +27.8%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年3月20日

同程旅行 (780 HK)

4 季度业绩因并表旅业胜预期；上调 2024 年 OTA 收入增速至 20%+

⊕ **2023 年 4 季度旅业业务并表带动收入超预期。**收入 31 亿元（人民币，下同），同比增 110%，超过我们/彭博市场预期 11%，其中交通/住宿增 95%/73%，其他收入增 236%，主要因旅行社业务并表。调整后净利润 4.8 亿元，净利润率 15%，略高于我们预期，调整后营销费用同比增 74%，因市场恢复下营销活动增加，占收比同环比降至 35%，对比我们预期 40%。

⊕ **4 季度业绩亮点：**1) GMV 同比增 111%，APU 增 25%至 2.35 亿新高，ARPU 恢复至 2019 年的 94%。2) **交通：**机票票量较 2019 年增 16%+，变现战略调整下火车票收入增速快于业务量。3) **住宿：**内地酒店间夜量较 2019 年增 70%，ADR 同比提升，得益于持续拓展住宿场景及交叉销售率逐季提升；海外间夜量恢复至 2019 年。变现率同比下降因加大投入以扩张市占。4) **其他业务**高增速受酒店管理和旅行社业务（同程旅业并表）拉动。5) 2023 年度派息每股 0.15 港元，股息率 0.8%。

⊕ **展望：**我们预计传统 OTA 业务（剔除并表旅业业务影响）1 季度收入同比增 22%（酒店/交通收入分别增 14%/21%，其中收入增长主要受间夜量和机票票量增长带动，酒店 ADR 预计持平），全年 OTA 收入增 20-25%（此前预期 15-20%，公司指引为 25-30%），OTA 利润率受经营杠杆效应带动，保持稳中略有提升的趋势，部分被多渠道投放及海外布局抵消。预计 1 季度公司整体收入同比增 43%，全年收入增 47%，其中并表旅业贡献总收入的 19%。预计受并表旅业影响，公司 2024 年整体调整后净利润率 16%，全年利润增 23%。

⊕ **估值：**考虑合并旅业影响以及 OTA 增速预期上调，我们上调 2024 年收入及利润预测 28%/7%，基于 18 倍 2024 年市盈率不变，将目标价从 22.0 港元上调至 24.0 港元。预计国内旅游需求持续，年轻人旅游需求场景多样化，公司在下沉市场具备优势，出境产业链布局虽在早期，预计收购旅业后将带来资源协同及长期增长空间，维持**买入**。

财务数据一览

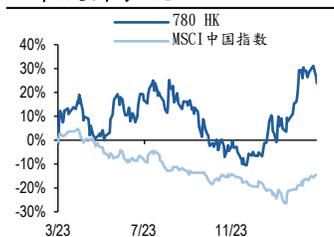
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	6,585	11,896	17,458	20,353	22,736
同比增长 (%)	-12.6	80.7	46.8	16.6	11.7
净利润(百万人民币)	646	2,199	2,711	3,299	3,745
每股盈利(人民币)	0.29	0.98	1.20	1.45	1.64
同比增长 (%)	-50.9	236.7	22.4	20.7	13.3
前EPS预测值(人民币)			1.12	1.32	
调整幅度 (%)			6.8	9.6	
市盈率(倍)	59.4	17.7	14.4	12.0	10.6
每股账面净值(人民币)	7.08	7.69	8.80	10.24	11.96
市账率(倍)	2.44	2.25	1.96	1.69	1.45
股息率 (%)		0.8			

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	19.88
52周低位(港元)	13.56
市值(百万港元)	42,462.52
日均成交量(百万)	9.66
年初至今变化 (%)	30.06
200天平均价(港元)	16.16

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年 4 季度业绩概览

(百万人民币)	4Q22	3Q23	4Q23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
运营数据								
GMV, 百万元	25,400	71,100	53,500	-25	111	53,133	1	
平均月付费用户数, 百万	24	44	38	-15	54	37	3	
年付费用户数 (APU), 百万	188	225	235	4	25	240	-2	
GMV/APU, TTM, 百万元	654	950	1,029	8	57	1,005	2	
货币化率 (%)	5.9	4.6	5.9			5.3		
收入/APU, TTM, 元	35	46	51	11	44	48	5	
财务数据								
收入								
住宿预定	509	1,127	882	-22	73	849	4	内地酒店间夜量较 2019 年增 70%，海外间夜量恢复至 2019 年
交通票务	756	1,680	1,473	-12	95	1,517	-3	机票票量较 2019 年增 16%+
其他	235	492	789	60	236	470	68	酒店管理和旅行社业务（收购同程旅业）拉动
总收入	1,500	3,299	3,145	-5	110	2,836	11	
<u>市场预期</u>			<u>2,826</u>					
收入成本	(449)	(840)	(970)	15	116	(709)	37	
毛利润	1,051	2,460	2,175	-12	107	2,127	2	
毛利润率 (%)	70.1	74.5	69.2			75.0		
运营费用								
服务开发	(367)	(466)	(515)	10	41	(539)	-4	
销售及营销	(652)	(1,272)	(1,127)	-11	73	(1,129)	0	市场恢复下营销活动增加
行政	(195)	(197)	(115)	-42	-41	(241)	-52	
其他	168	74	(30)	NA	NA	60	-149	
运营利润	5	599	388	-35	6,969	279	39	
调整后运营利润	(15)	608	569	-6	NA	360	58	
调整后运营利润率 (%)	-1.0	18.4	18.1			12.7		
调整后运营费用占收入比 (%)								
服务开发	23	14	15			18		
销售及营销	43	38	35			40		
行政	8	5	1			6		
归母净利润	(25)	510	310	-39	NA	197	57	
调整后净利润	37	621	483	-22	1,188	469	3	
<u>市场预期</u>			<u>474</u>			474		
调整后净利润率 (%)	2.5	18.8	15.3			16.5		

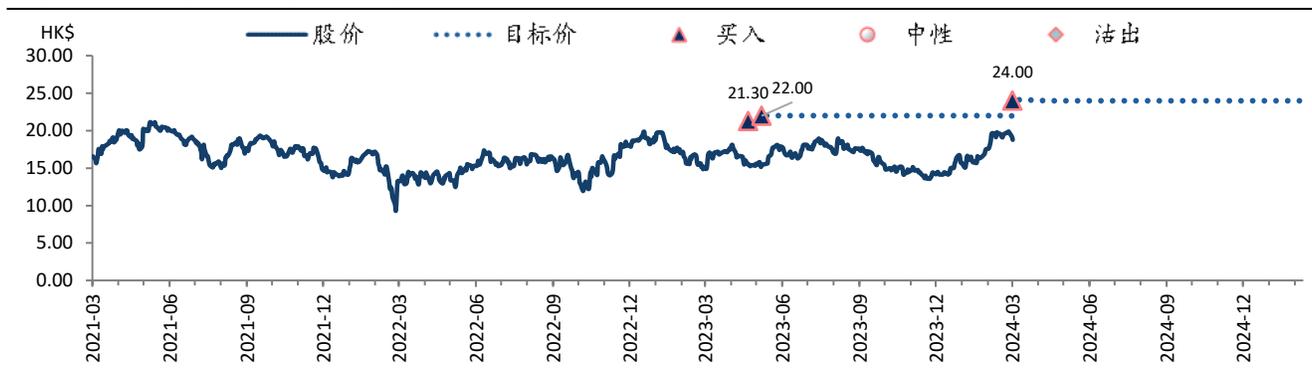
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 2024 年 1 季度业绩预测

(百万人民币)	1Q23	4Q23	1Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
收入									
住宿预定服务	834	882	952	8	14	3,900	4,479	4,961	5,267
交通票务服务	1,383	1,473	1,676	14	21	6,030	7,366	8,537	9,391
其他	369	789	1,060	34	187	1,967	5,614	6,855	8,078
总收入	2,586	3,145	3,688	17	43	11,896	17,458	20,353	22,736
<u>市场预期</u>			<u>3,294</u>				<u>13,965</u>	<u>16,275</u>	<u>18,593</u>
收入成本	(645)	(970)	(1,243)	28	93	(3,158)	(6,320)	(7,423)	(8,486)
毛利润	1,941	2,175	2,445	12	26	8,738	11,138	12,930	14,250
毛利润率 (%)	75	69	66			73	64	64	63
运营费用									
服务开发开支	(411)	(515)	(556)	8	35	(1,821)	(2,386)	(2,679)	(2,902)
销售及营销开支	(966)	(1,127)	(1,239)	10	28	(4,473)	(5,608)	(6,487)	(7,162)
行政开支	(192)	(115)	(197)	72	3	(711)	(789)	(837)	(844)
其他	94	(30)	18	-161	-81	136	22	6	3
运营利润	465	388	471	21	1	1,869	2,378	2,933	3,345
调整后运营利润	468	569	567	0	21	2,187	2,888	3,530	4,002
调整后运营利润率 (%)	18	18	15			18	17	17	18
调整后运营费用占收入比 (%)									
服务开发	15	15	14			15	13	12	12
销售及营销	37	35	33			37	32	32	31
行政	5	1	4			4	4	3	3
归母净利润	378	310	349	12	-8	1,554	1,778	2,211	2,529
调整后净利润	504	483	546	13	8	2,199	2,711	3,299	3,745
<u>市场预期</u>			<u>710</u>				<u>2,461</u>	<u>2,990</u>	<u>3,861</u>
调整后净利润率 (%)	19.5	15.3	14.8			18.5	15.5	16.2	16.5

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 同程 (780 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	104.77	140.00	33.6%	2024年01月25日	广告
9899 HK	云音乐	买入	91.00	104.00	14.3%	2024年03月01日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	11.84	13.00	9.8%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	51.85	75.00	44.6%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.98	5.60	40.7%	2024年01月19日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.38	9.00	-13.3%	2023年11月15日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.37	37.00	10.9%	2024年03月19日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.85	6.60	12.8%	2024年03月15日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.35	29.00	14.4%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	128.71	180.00	39.8%	2024年01月12日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	73.52	108.00	46.9%	2024年01月11日	电商
JD US	京东	中性	27.85	28.00	0.5%	2024年03月07日	电商
GOTU US	高途	买入	7.65	9.10	19.0%	2024年02月28日	教育
DAO US	有道	买入	4.00	5.30	32.5%	2024年02月03日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.85	15.50	30.8%	2024年01月26日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	70.80	75.00	5.9%	2024年01月25日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	285.00	388.00	36.1%	2024年01月19日	游戏
NTES US	网易	买入	105.76	135.00	27.6%	2023年11月17日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.80	19.92	68.8%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	22.55	31.00	37.5%	2023年08月23日	游戏
9690 HK	途虎	买入	13.02	26.00	99.7%	2024年03月18日	本地生活
3690 HK	美团	买入	89.20	93.00	4.3%	2024年02月23日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	8.00	9.50	18.8%	2024年03月07日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.32	11.70	40.6%	2023年08月11日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.44	2.00	-18.0%	2024年01月09日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	29.85	38.00	27.3%	2023年04月12日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.94	16.00	34.0%	2024年02月26日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	341.80	440.00	28.7%	2024年02月22日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	18.78	24.00	27.8%	2024年03月20日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年3月19日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	6,585	11,896	17,458	20,353	22,736
主营业务成本	(1,807)	(3,158)	(6,320)	(7,423)	(8,486)
毛利	4,778	8,738	11,138	12,930	14,250
销售及管理费用	(3,502)	(5,184)	(6,397)	(7,325)	(8,006)
研发费用	(1,414)	(1,821)	(2,386)	(2,679)	(2,902)
其他经营净收入/费用	114	136	22	6	3
经营利润	(24)	1,869	2,378	2,933	3,345
Non-GAAP标准下的经营利润	428	2,187	2,888	3,530	4,002
财务成本净额	(79)	18	(279)	(326)	(364)
应占联营公司利润及亏损	(14)	(33)	(20)	(20)	(20)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	(117)	1,854	2,078	2,587	2,961
税费	(46)	(288)	(312)	(388)	(444)
非控股权益	18	(11)	12	12	12
净利润	(146)	1,554	1,778	2,211	2,529
作每股收益计算的净利润	(146)	1,554	1,778	2,211	2,529
Non-GAAP标准的净利润	646	2,199	2,711	3,299	3,745

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,547	7,471	15,477	20,358	26,013
有价证券	3,163	3,297	3,437	3,584	3,738
应收账款及票据	888	1,719	2,107	2,354	2,630
开发中物业及土地预付款	2,697	4,164	5,936	5,903	6,821
其他流动资产	88	238	349	407	455
总流动资产	10,384	16,888	27,306	32,606	39,657
物业、厂房及设备	1,598	1,766	1,870	2,004	2,119
其他有形资产	111	117	123	129	135
无形资产	8,581	8,683	9,007	9,405	9,839
合资企业/联营公司投资	3,981	4,180	4,389	4,608	4,839
其他长期资产	379	579	839	965	1,086
总长期资产	14,651	15,325	16,229	17,111	18,019
总资产	25,035	32,213	43,535	49,716	57,675
短期贷款	443	421	400	380	361
应付账款	5,562	8,910	15,996	17,867	21,122
其他短期负债	112	183	257	297	330
总流动负债	6,117	9,514	16,653	18,544	21,812
长期贷款	1,858	1,765	1,677	1,593	1,513
长期应付账款	932	3,309	4,943	5,864	6,664
其他长期负债	137	93	97	102	107
总长期负债	2,928	5,166	6,717	7,560	8,285
总负债	9,044	14,680	23,370	26,103	30,097
股本	8	8	8	8	8
储备及其他资本项目	15,724	17,255	19,899	23,359	27,337
股东权益	15,732	17,263	19,907	23,367	27,344
非控股权益	258	270	258	246	234
总权益	15,990	17,533	20,165	23,613	27,578

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(117)	1,854	2,078	2,587	2,961
合资企业/联营公司收入调整	14	33	20	20	20
折旧及摊销	840	739	945	1,097	1,243
营运资本变动	(1,001)	2,942	5,993	2,285	2,618
利息调整	79	(18)	279	326	364
税费	(46)	(288)	(312)	(388)	(444)
其他经营活动现金流	533	623	832	993	1,110
经营活动现金流	302	5,885	9,836	6,920	7,872
资本开支	(397)	(370)	(455)	(562)	(606)
投资活动	(799)	(927)	(1,222)	(1,384)	(1,522)
其他投资活动现金流	799	(149)	(111)	(58)	(48)
投资活动现金流	(397)	(1,447)	(1,788)	(2,004)	(2,175)
负债净变动	1,993	(115)	(109)	(104)	(99)
权益净变动	100	(93)	68	69	57
股息	NA	(307)	NA	NA	NA
其他融资活动现金流	(558)	0	0	0	0
融资活动现金流	1,535	(515)	(41)	(35)	(42)
汇率收益/损失	61	0	0	0	0
年初现金	2,046	3,547	7,471	15,477	20,358
年末现金	3,547	7,471	15,477	20,358	26,013

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.070)	0.690	0.786	0.969	1.106
全面摊薄每股收益	(0.066)	0.692	0.786	0.969	1.106
Non-GAAP标准下的每股收益	0.291	0.979	1.198	1.446	1.638
每股股息	NA	0.137	NA	NA	NA
每股账面值	7.080	7.687	8.801	10.240	11.957
利润率分析(%)					
毛利率	72.6	73.5	63.8	63.5	62.7
EBIT利润率	(0.4)	15.7	13.6	14.4	14.7
净利率	(2.2)	13.1	10.2	10.9	11.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	72.6	73.5	63.8	63.5	62.7
经营利润率	6.5	18.4	16.5	17.3	17.6
净利率	9.8	18.5	15.5	16.2	16.5
盈利能力(%)					
ROA	(0.6)	5.4	4.7	4.7	4.7
ROE	(0.9)	9.4	9.6	10.2	10.0
ROIC	(0.2)	8.4	9.8	10.5	10.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	1.8	1.6	1.8	1.8
应收账款周转天数	43.2	40.0	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	477.6	420.0	420.0	500.0	500.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。