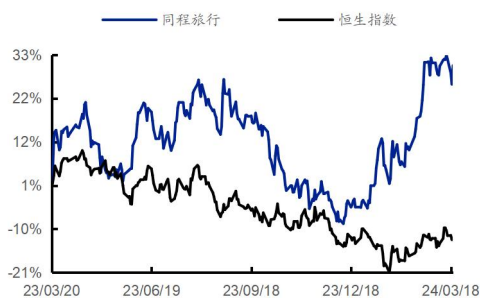


研究所:  
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003  
 chenmz@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004  
 zhangjj02@ghzq.com.cn  
 联系人: 罗婉琦 S0350122040042  
 luowq@ghzq.com.cn

## 需求高涨, 收入利润及付费用户规模均再创新高

### ——同程旅行(0780.HK) 2023年财报点评

#### 最近一年走势



| 相对恒生指数表现 | 2024/03/20 |       |        |
|----------|------------|-------|--------|
| 表现       | 1M         | 3M    | 12M    |
| 同程旅行     | 9.6%       | 35.1% | 30.7%  |
| 恒生指数     | 1.8%       | -0.4% | -12.9% |

| 市场数据        | 2024/03/20  |
|-------------|-------------|
| 当前价格(港元)    | 19.48       |
| 52周价格区间(港元) | 13.12-19.94 |
| 总市值(百万港元)   | 44,045.18   |
| 流通市值(百万港元)  | 44,045.18   |
| 总股本(万股)     | 226,104.64  |
| 流通股本(万股)    | 226,104.64  |
| 日均成交额(百万港元) | 229.39      |
| 近一月换手(%)    | 0.53        |

#### 相关报告

《同程旅行(0780.HK) 2023Q3 财报点评: 交通和住宿收入再创新高, 多元流量渠道深耕下沉市场(买入)\*旅游及景区\*陈梦竹》——2023-11-24

#### 事件:

2024年3月19日公司公告2023Q4及全年财报, ①2023全年整体实现营业收入119亿元(YoY+80.7%), 归母净利润15.7亿元(2022年为-1.6亿元)实现扭亏为盈, Non-GAAP净利润22亿元(YoY+240.3%), 2023全年公司实现总交易额同比增长96.8%至2,415亿元。②2023Q4公司实现收入31.4亿元(yoy+109.6%), 超彭博一致预期9.7%; 实现经调整净利润4.8亿元, 超彭博一致预期1.9%, 实现经调整净利润率15.3%(yoy+12.8pcts); 实现总交易额535亿元(yoy+110.6%)。公司将于2024年7月19日派发截至2023年12月31日止年度的末期股息每股0.15港元。

#### 我们的观点:

- 整体表现:** 公司2023年收入亮眼、全年净利润实现扭亏为盈, 主要受益于整体旅游行业的需求回升、多元化的流量来源、公司仍在积极渗透未开发市场以及同程旅业并表。长期伴随下沉市场旅游相关设施及数字化能力提升, 公司在国内线上线下流量渠道整合/进军国际市场方面的积极探索以及AIGC在文旅中的结合应用, 有望给公司带来持续增长驱动。
- 分业务表现: 交通票务及住宿预订收入呈现强劲增长, 多元业务并行寻求第二增长曲线。**
  - 交通票务:** 受益于票务总量增加及增值产品服务的优化, 2023年全年交通票务实现营业收入60.3亿元(YoY+50.7%); 2023Q4实现营收14.7亿元(yoy+94.9%), 略低彭博一致预期2.6%, 其中2023Q4总机票量较2019Q4增长超16%, 远超行业表现, 火车票票务业务收入增长超过业务量增长。
  - 住宿预订:** 受益于积极开拓并抓住各类住宿场景机会、运行交叉销售策略以及扩大国际酒店供应, 2023年全年住宿预订实现营业收入39亿元(YoY+32.8%); 2023Q4实现营收8.8亿元(yoy+73.2%), 超彭博一致预期2.4%, 2023Q4国内间夜量较2019Q4增长超70%, 国际销售间夜量完全恢复至2019年同期水平。
  - 其他产品(旅游+广告+酒店管理+配套增值用户+商务旅游服务):** 受益于酒店管理业务增长以及重建度假业务的供应链、业务体系和线上线下渠道, 2023年全年实现营业收入19.7亿元(YoY+16.5%); 2023Q4实现营收7.9亿元(yoy+235.7%), 大超彭博一致预期72%。酒店管理业务发

展迅猛，在营酒店门店数达 1,400 家；在 2023Q4 季度完成了对北京同程旅业投资集团有限公司的收购，进一步拓展业务版图。

- **用户表现：多渠道策略下、2023 年付费用户规模再创新高。** 2023Q4 公司实现平均月付费用户数 3,750 万 (yoy+54.3%)，2023 全年实现年付费用户数 2.4 亿 (yoy+25.2%)，再创历史新高。1) 持续探索与腾讯多元化场景的结合，深化与 QQ 浏览器、腾讯游戏的合作，2023 年公司约 80% 的平均月活跃用户来自微信小程序；2) 坚持以渗透下沉市场为战略重点，截至 2023 年 12 月 31 日，居住在中国非一线城市注册用户数约占 86.9%，微信平台新付费用户中约 72.7% 来自中国非一线城市。
- **盈利预测和投资评级** 公司作为下沉市场 OTA 平台龙头，持续受益于国内长短途旅游的需求释放、下沉市场渗透率提升以及线上线下流量深耕下的用户增长。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 176/205/229 亿元，归母净利分别为 20/25/29 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.9/1.1/1.3 元，对应 P/E 为 20/16/14 倍；我们给予 2024 年同程旅行目标市值 501 亿元人民币，对应目标价 24 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示** 下沉区域发展不及预期；国内消费复苏不及预期；市场竞争加剧，行业增长不及预期；用户增长不及预期；降本增效表现不及预期等。

| 预测指标        | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 11896 | 17591 | 20531 | 22937 |
| 增长率 (%)     | 81    | 48    | 17    | 12    |
| 归母净利润 (百万元) | 1554  | 2016  | 2488  | 2905  |
| 增长率 (%)     | -     | 30    | 23    | 17    |
| 摊薄每股收益 (元)  | 0.7   | 0.9   | 1.1   | 1.3   |
| ROE (%)     | 8     | 8     | 9     | 10    |
| P/E         | 26.0  | 20.1  | 16.2  | 13.9  |
| P/B         | 2.3   | 1.6   | 1.5   | 1.4   |
| P/S         | 3.4   | 2.3   | 2.0   | 1.8   |
| EV/EBITDA   | 13    | 10    | 8     | 7     |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表中财报口径均为人民币，汇率参考 2024 年 3 月 20 日实时汇率 1 港元=0.92 元人民币

附表：同程旅行盈利预测表（股价单位港元，其余单位人民币，换算汇率为 2024.3.20 实时汇率，1 港元=0.92 元人民币）

| 证券代码:              | 00780        |              | 股价:          | 19.48        | 投资评级:              | 买入           | 日期:          | 2024/03/20   |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标               | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 每股指标与估值            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |
| ROE                | 8%           | 8%           | 9%           | 10%          | EPS                | 0.69         | 0.89         | 1.10         | 1.29         |
| 毛利率                | 73%          | 66%          | 66%          | 66%          | BVPS               | 8.20         | 10.94        | 11.84        | 13.23        |
| 期间费率               | 59%          | 57%          | 57%          | 56%          | <b>估值</b>          |              |              |              |              |
| 销售净利率              | 13%          | 11%          | 12%          | 13%          | P/E                | 26.0         | 20.1         | 16.2         | 13.9         |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 2.3          | 1.6          | 1.5          | 1.4          |
| 收入增长率              | 81%          | 48%          | 17%          | 12%          | P/S                | 3.4          | 2.3          | 2.0          | 1.8          |
| 利润增长率              | —            | 30%          | 23%          | 17%          |                    |              |              |              |              |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| 总资产周转率             | 0.38         | 0.43         | 0.47         | 0.47         | 营业收入               | 11896        | 17591        | 20531        | 22937        |
| 应收账款周转率            | 2.13         | 2.90         | 2.85         | 2.85         | 营业成本               | 3158         | 5981         | 6980         | 7799         |
| 存货周转率              | —            | —            | —            | —            | 营业税金及附加            | —            | —            | —            | —            |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 4473         | 6333         | 7186         | 8028         |
| 资产负债率              | 42%          | 39%          | 39%          | 39%          | 管理费用               | 711          | 969          | 1130         | 1263         |
| 流动比                | 1.25         | 1.72         | 1.78         | 1.78         | 财务费用               | —            | —            | —            | —            |
| 速动比                | 0.99         | 0.99         | 0.99         | 0.99         | 其他费用/(-收入)         | 123          | 264          | 308          | 344          |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 营业利润               | 1869         | 2610         | 3182         | 3679         |
| 现金及现金等价物           | 5192         | 7916         | 8828         | 9863         | 营业外净收支             | -16          | -246         | -287         | -321         |
| 应收款项               | 5588         | 6073         | 7200         | 8044         | 利润总额               | 1854         | 2363         | 2894         | 3358         |
| 存货净额               | 3948         | 7037         | 7186         | 8028         | 所得税费用              | -288         | -352         | -411         | -459         |
| 其他流动资产             | 145          | 176          | 205          | 229          | 净利润                | 1566         | 2011         | 2483         | 2899         |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>14900</b> | <b>21201</b> | <b>23419</b> | <b>26164</b> | 少数股东损益             | 11           | -4           | -5           | -6           |
| 固定资产               | 2495         | 2111         | 2156         | 2408         | 归属于母公司净利润          | 1554         | 2016         | 2488         | 2905         |
| 在建工程               | —            | —            | —            | —            | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| 无形资产及其他            | 10170        | 11083        | 11292        | 12615        | 经营活动现金流            | 4003         | 3915         | 4275         | 4900         |
| 长期股权投资             | 1723         | 3518         | 4106         | 4587         | 净利润                | 1566         | 2011         | 2483         | 2899         |
| <b>资产总计</b>        | <b>31717</b> | <b>40552</b> | <b>44052</b> | <b>49216</b> | 少数股东权益             | 11           | -4           | -5           | -6           |
| 短期借款               | 2540         | 704          | 821          | 917          | 折旧摊销               | —            | 844          | 862          | 963          |
| 应付款项               | 4131         | 4820         | 5062         | 5656         | 公允价值变动             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 预收帐款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 营运资金变动             | —            | 704          | 616          | 688          |
| 其他流动负债             | 5091         | 6685         | 7186         | 8028         | 投资活动现金流            | -1762        | -1055        | -2053        | -2294        |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>11887</b> | <b>12296</b> | <b>13172</b> | <b>14716</b> | 资本支出               | 0            | 528          | 616          | 688          |
| 长期借款及应付债券          | 11           | 352          | 411          | 459          | 长期投资               | 0            | 0            | -1027        | -1147        |
| 其他长期负债             | 1272         | 3166         | 3696         | 4129         | 其他                 | -1762        | -528         | -411         | -459         |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>1283</b>  | <b>3518</b>  | <b>4106</b>  | <b>4587</b>  | 筹资活动现金流            | -592         | -136         | -1310        | -1572        |
| <b>负债合计</b>        | <b>13170</b> | <b>15814</b> | <b>17278</b> | <b>19303</b> | 债务融资               | —            | 88           | 103          | 115          |
| 股东权益               | 18546        | 24738        | 26774        | 29912        | 权益融资               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>31717</b> | <b>40552</b> | <b>44052</b> | <b>49216</b> | 现金净增加额             | 1645         | 2724         | 912          | 1035         |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究团队研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，现任国海证券海外研究团队研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

## 【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。