

同程旅行 (00780.HK)

国内继续挖潜下沉市场流量变现，海外逐步加码布局

增持

核心观点

2023年公司收入较2019年增长61%，经调净利润增长42%，首次宣布派息。2023年公司收入119.0亿元，同比增长80.7%，较2019年增长60.9%；经调整净利润22.0亿元，同比增长240.0%，较2019年增长42.4%，经调整净利率18.5%。其中，Q4公司收入31.4亿元，同比增长109.6%，较2019年增长60.7%；经调整净利润4.8亿元，同比增长1188.3%，较2019年增长45.8%，经调整净利率15.3%。整体而言，2023年公司收入增速领先行业表现，彰显下沉市场战略成效良好，同时扩大的市场营销投放也使得利润增速低于收入。此外，公司首次宣布每股派发股息0.15港币，分红率约20%。

下沉渗透提升助力交通与住宿核心业务增长突出，同程旅业12月起并表。

2023年公司交通与住宿业务收入分别60.3亿、39.0亿，较19年分别增长33%、65%，受益于下沉市场在线渗透提升红利。Q1-4机票销量、酒店间夜较19年增长35%/40%/30%/16%、130%/130%/100%/70%，Q4淡季回落但仍突出。此外，公司深化产业链布局，2023年12月起并表同程旅业100%股权（线下旅行社）、海南呀诺达57%股权（三亚热带森林公园营运），2023年其他收入比重由2019年7%提升至2023年17%，新业务偏低利润率带来结构性影响。

多渠道拓展强化变现，年度付费用户数较2019年增长54%。同程80%月活用户来自微信小程序流量，2023年底注册用户中非一线城市占比87%。公司一方面挖潜既有流量的变现空间，另一方面积极拓展粘性更强的APP用户，变现能力也持续提升。2023年付费用户2.4亿/+25%，较2019年增长54%。全年GMV实现2415亿元，货币化率（收入/GMV）4.9%，较2019年提升0.5pct。

国内业务通过持续挖潜有望良好增长，积极加码海外产业链开拓国际市场。

公司围绕下沉市场布局，深入挖潜微信流量及多渠道布局，后续伴随下沉市场线上渗透提升及公司自身交叉销售改善，主业收入增速仍有望录得双位数增长。趋势上，由于基数差异，今年主业收入同比增速不排除呈现前低后高。从利润率看，整体国内业务的经营效率，包括营销投放效率等，仍有持续优化提升的空间，但由于海外业务目前处在加速布局期，全年来看预计可能对费用有一定影响；同时，新并表的同程旅业本身也对利润带来结构性扰动。

风险提示：流量成本变化，行业竞争加剧，消费复苏不及预期。

投资建议：考虑公司新并表业务贡献，上调2024-2025年经调净利润为27.4/33.9亿元（此前为26.1/31.4亿元），新增2026年预测为40.8亿元，动态PE为14/12/10x。公司聚焦下沉市场用户出行，深耕产业链布局，国内核心OTA变现仍有良好挖潜空间，海外业务逐步进入投资周期，维持“增持”。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,585	11,896	17,666	21,574	25,665
(+/-%)	-12.6%	80.7%	48.5%	22.1%	19.0%
经调整净利润(百万元)	646	2199	2741	3389	4082
(+/-%)	—	240.3%	24.6%	23.6%	20.5%
每股收益(元)	0.29	0.97	1.22	1.50	1.81
EBIT Margin	-9.3%	12.9%	9.3%	10.7%	11.8%
净资产收益率(ROE)	-0.9%	8.8%	10.2%	12.0%	12.7%
市盈率(PE)	60.5	17.8	14.2	11.5	9.6
EV/EBITDA	223.4	22.8	23.9	18.7	14.6
市净率(PB)	2.48	2.21	1.98	1.74	1.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	19.48 港元
总市值/流通市值	44045/44045 百万港元
52周最高价/最低价	19.94/13.12 港元
近3个月日均成交额	134.98 百万港元

市场走势



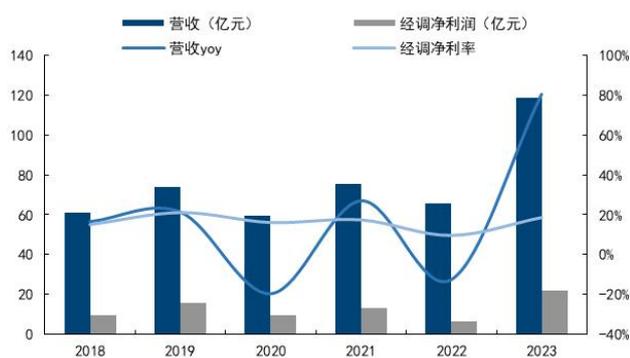
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《同程旅行(00780.HK)-单三季度净利润创新高，一站式布局持续提升变现能力》——2023-11-23
- 《同程旅行(00780.HK)-二季度经调净利润创新高，未来供应链深化推动变现》——2023-08-28
- 《同程旅行(00780.HK)-一季度收入与净利润创新高，下沉龙头全年有望加速渗透》——2023-05-25
- 《同程旅行(00780.HK)-下沉市场在线旅游龙头，出行复苏渗透提升助成长》——2023-03-31
- 《同程旅行(00780.HK)-疫情三年持续经营盈利，聚焦下沉全面迎复苏》——2023-03-22

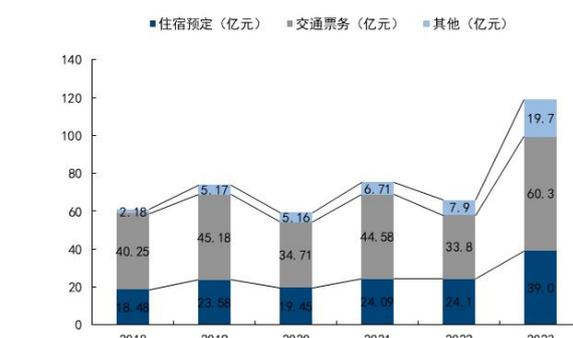
2023 年公司收入较 2019 年增长 61%，经调净利润增长 42%，首次宣布派息。2023 年公司收入 119.0 亿元，同比增长 80.7%，较 2019 年增长 60.9%；经调整净利润 22.0 亿元，同比增长 240.0%，较 2019 年增长 42.4%，经调整净利率 18.5%。其中，Q4 公司收入 31.4 亿元，同比增长 109.6%，较 2019 年增长 60.7%；经调整净利润 4.8 亿元，同比增长 1188.3%，较 2019 年增长 45.8%，经调整净利率 15.3%。整体而言，2023 年公司收入增速领先行业表现，彰显下沉市场战略成效良好，同时扩大的市场营销投放也使得利润增速低于收入。此外，公司首次宣布每股派发股息 0.15 港币，分红率约 20%。

图1：同程旅行 2018-2023 收入及业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2018-2023 年同程旅行业务拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

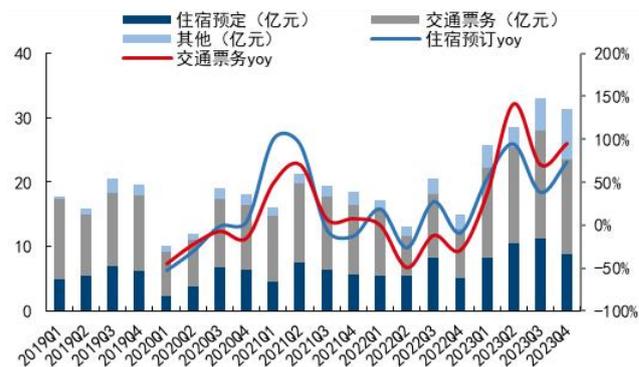
下沉渗透提升助力交通与住宿核心业务增长突出，同程旅业 12 月起并表。2023 年公司交通与住宿业务收入分别 60.3 亿、39.0 亿，较 19 年分别增长 33%、65%，受益于下沉市场在线渗透提升红利。Q1-4 机票票量、酒店间夜较 19 年增长 35%/40%/30%/16%、130%/130%/100%/70%，Q4 淡季回落但仍突出。此外，公司深化产业链布局，2023 年 12 月起并表同程旅业 100% 股权（原集团控股）、海南呀诺达 57% 股权（三亚热带森林公园营运），2023 年其他收入比重由 2019 年 7% 提升至 2023 年 17%，新业务偏低利润率有结构性扰动。

图3：同程旅行 2019-2023Q3 单季度收入及业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：同程旅行业务拆分（单季度）

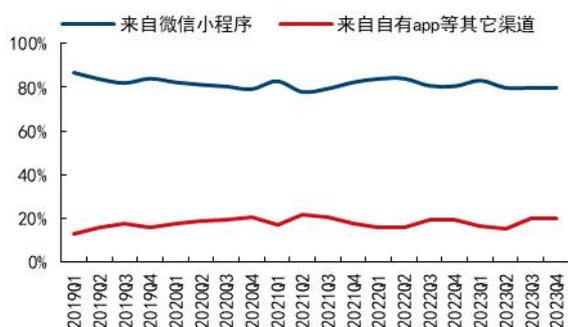


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

多渠道拓展强化变现，年度付费用户数较 2019 年增长 54%。同程 80% 月活用户来自微信小程序流量，2023 年底注册用户中非一线城市占比 87%。公司一方面积极拓展粘性更强的 APP 用户，另一方面挖潜既有流量的变现空间，变现能力也持续提升。2023 年付费用户 2.4 亿/+25%，较 2019 年增长 54%。全年 GMV 实现 2415

亿元，货币化率（收入/GMV）4.9%，较2019年提升0.5pct。

图5: 同程旅行用户渠道来源



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 同程旅行非一线城市用户占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 同程旅行各季度月付费用户



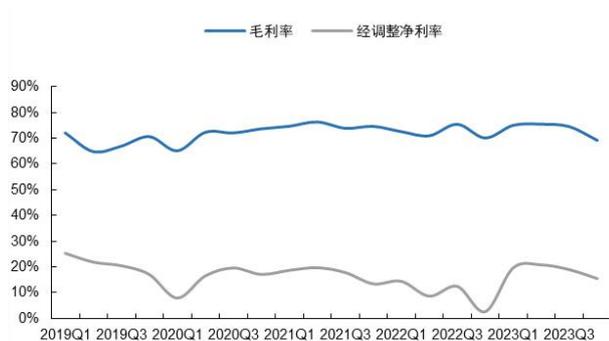
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 同程旅行平台变现率



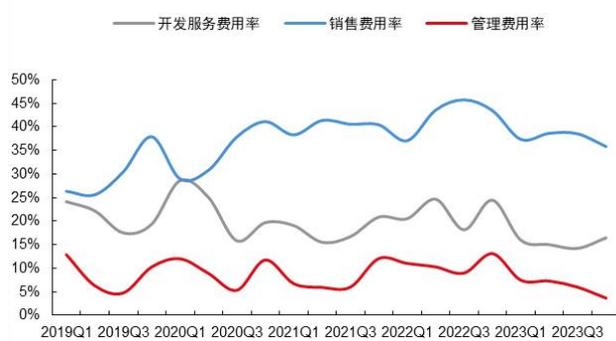
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 同程旅行 2019Q3-2023Q3 毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 同程旅行三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内业务通过持续挖潜有望良好增长，积极加码海外产业链开拓国际市场。公司围绕下沉市场布局，深入挖潜微信流量及多渠道布局，后续伴随下沉市场线上渗透提升及公司自身交叉销售改善，主业收入增速仍有望录得双位数增长。趋势上，由于基数差异，今年主业收入同比增速不排除呈现前低后高。从利润率看，整体国内业务的经营效率，包括营销投放效率等，仍有持续优化提升的空间，但由于海外业务目前处在加速布局期，全年来看预计可能对费用有一定影响；同时，新并表的同程旅业本身也对利润带来结构性扰动。

风险提示：流量成本变化，行业竞争加剧，消费复苏不及预期。

投资建议：考虑公司新并表业务贡献，上调 2024-2025 年经调净利润为 27.4/33.9 亿元（此前为 26.1/31.4 亿元），新增 2026 年预测为 40.8 亿元，动态 PE 为 14/12/10x。公司聚焦下沉市场用户出行，深耕产业链布局，国内核心 OTA 变现仍有良好挖潜空间，海外业务逐步进入投资周期，维持“增持”。

表：相关公司可比估值表

股票 代码	公司 名称	最新市值 (亿美元/ 人民币)	股价 (亿美元/ 人民币)	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
0780.HK	同程旅行	440	17	0.9	1.22	1.50	1.81	19	14	12	10	增持
9961.HK	携程集团-s	2,362	315	19.12	20.77	24.43	28.09	16	15	13	11	买入
BKNG.O	Booking	1,179	3451	152	174	204	237	23	20	17	15	无评级
ABNB.O	Airbnb	1,047	162	8.36	4.67	5.28	5.86	19	35	31	28	无评级
EXPE.O	Expedia	182	133	9.69	12.04	15.25	18.31	14	11	9	7	无评级

资料来源：Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理预测 注：1、同程旅行尚未披露 2023 年年报，EPS 系预测。2、上述 EPS 均为调整后口径。3、携程集团与同程旅行单位为人民币，其余单位为美元

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3547	5192	13221	14641	13952	营业收入	6585	11896	17666	21574	25665
应收款项	3586	5588	4598	5320	6328	营业成本	1807	3158	6104	7375	8684
存货净额	0	1	80	97	115	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	88	145	177	216	257	销售费用	2801	4473	6018	7350	8723
流动资产合计	10384	14900	22049	25041	26373	管理费用	2586	2734	3906	4536	5237
固定资产	1598	2495	2364	2174	1976	财务费用	(79)	18	(126)	(277)	(285)
无形资产及其他	8677	10170	9671	9173	8675	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	394	999	999	999	999	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	3981	3153	3353	3403	3453	其他收入	209	352	598	598	598
资产总计	25035	31717	38436	40790	41476	营业利润	(322)	1865	2362	3188	3903
短期借款及交易性金融负债	443	2540	30	20	20	营业外净收支	205	(12)	100	100	100
应付款项	2676	4256	7976	5823	1379	利润总额	(117)	1854	2462	3288	4003
其他流动负债	2998	5091	8157	9894	11712	所得税费用	46	288	443	592	721
流动负债合计	6117	11887	16163	15737	13111	少数股东损益	(18)	11	15	20	25
长期借款及应付债券	1858	11	11	11	11	归属于母公司净利润	(146)	1554	2004	2676	3258
其他长期负债	1070	1272	1696	1781	1811	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2928	1283	1707	1792	1822	净利润	(146)	1554	2004	2676	3258
负债合计	9044	13170	17870	17529	14933	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	258	844	859	879	904	折旧摊销	840	911	880	888	896
股东权益	15732	17703	19707	22382	25640	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	25035	31717	38436	40790	41476	财务费用	(79)	18	(126)	(277)	(285)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1223)	1211	8090	(1109)	(3664)
每股收益	(0.06)	0.69	0.89	1.19	1.44	其它	(18)	11	15	20	25
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(546)	3687	10989	2475	514
每股净资产	6.96	7.83	8.74	9.92	11.37	资本开支	0	(1129)	(250)	(200)	(200)
ROIC	0%	12%	15%	35%	35%	其它投资现金流	180	(810)	0	(795)	(954)
ROE	-1%	9%	10%	12%	13%	投资活动现金流	166	(1111)	(450)	(1045)	(1204)
毛利率	73%	73%	65%	66%	66%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-9%	13%	9%	11%	12%	负债净变化	1764	(1847)	0	0	0
EBITDA Margin	4%	21%	14%	15%	15%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-13%	81%	49%	22%	19%	其它融资现金流	(1647)	2763	(2510)	(10)	0
净利润增长率	—	-1164%	29%	34%	22%	融资活动现金流	1881	(931)	(2510)	(10)	0
资产负债率	37%	44%	49%	45%	38%	现金净变动	1501	1645	8029	1420	(689)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2046	3547	5192	13221	14641
P/E	60.5	17.8	14.2	11.5	9.6	货币资金的期末余额	3547	5192	13221	14641	13952
P/B	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5	企业自由现金流	0	2286	10063	1475	(492)
EV/EBITDA	223	23	24	19	15	权益自由现金流	0	3187	7656	1692	(258)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032