

互联网	收盘价 港元 21.20	目标价 港元 25.00个	潜在涨幅 +17.9%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024 年 5 月 22 日

同程旅行 (780 HK)

1 季度利润符合预期；预计下半年增速较上半年更高

④ **2024 年 1 季度业绩：**收入 39 亿元（人民币，下同），同比增 49.5%，超过我们/彭博市场预期 5%/3%。其中，核心 OTA 业务收入增 24%（交通/住宿 +26%/16%），度假业务收入 6.6 亿元。调整后净利润 5.6 亿元，同比增 11%，高于我们/彭博市场预期 2%/4%，对应净利率 14%，较去年同期的 19%下降，因并表的度假业务利润率较低。调整后营销费用同比增 41%，主要由于市场恢复下营销活动增加，占收比 35%，环比稳定。

④ **1 季度业绩亮点：**1) GMV 同比增 15%，APU 增 14%至 2.29 亿。2) 交通：内地机票票量同比增 30%，海外业务扩张战略下国际机票票量大幅增 260%+。3) 住宿：内地酒店间夜量同比增 10%，得益于持续拓展多元化住宿场景及交叉销售率提升。海外间夜量同比增 150%+，由于加大市场投资、扩张供应链网络。4) 其他收入增 36%，酒店管理业务快速扩张，截止 3 月底艺龙酒店科技平台运营酒店数 1600+。线下旅行社相关度假业务并表后贡献收入 17%。

④ **展望：**我们预计 2 季度公司收入同比增 49%，其中 OTA 增 25%。预计交通受机票增长带动，增速高于酒店。内地酒店补贴收缩，或有望拉动其收入增速高于间夜量。我们认为下半年 OTA 业务增速有望较上半年有所加速，主要因 2023 年 1-2 季度短途需求爆发增长带来的高基数。预计 2 季度调整后净利润 6.3 亿元，净利率 14.7%，环比稳定。预计 OTA 业务 OPM 环比稳定，而度假 2 季度淡季为盈亏平衡预期。预计 2024 年公司整体净利润 29 亿元，对应净利率 16%，OTA 业务 OPM 持平。

④ **估值：**我们微调收入预测，上调利润 6%，基于 18 倍 2024 年市盈率不变，将目标价从 24.0 港元调整至 25.0 港元。公司内地业务仍将持续获得下沉市场增长动力，出境及其他业务增长（酒管、商旅等）对收入增长提供额外支撑，维持买入。

财务数据一览

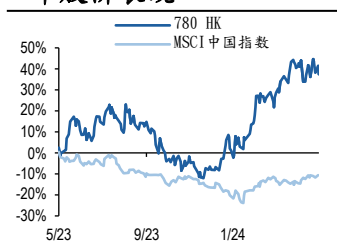
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	6,585	11,896	17,724	20,571	23,240
同比增长(%)	-12.6	80.7	49.0	16.1	13.0
净利润(百万人民币)	646	2,199	2,877	3,455	3,847
每股盈利(人民币)	0.29	0.98	1.27	1.51	1.68
同比增长(%)	-50.9	236.7	29.9	19.0	11.1
前EPS预测值(人民币)			1.20	1.45	1.64
调整幅度(%)			6.2	4.7	2.7
市盈率(倍)	67.6	20.1	15.5	13.0	11.7
每股账面净值(人民币)	7.08	7.88	8.70	9.98	11.64
市账率(倍)	2.78	2.49	2.26	1.97	1.69
股息率(%)		0.0			

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)	22.30
52周低位(港元)	13.56
市值(百万港元)	48,246.32
日均成交量(百万)	12.33
年初至今变化(%)	46.81
200天平均价(港元)	17.62

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: 2024 年 1 季度业绩概览

(百万人民币)	1Q23	4Q23	1Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国 际预测	差异 (%)	点评
收入								
核心 OTA	2,586	3,145	3,203	2	24	3,188	0	
住宿预定	834	882	965	9	16	952	1	内地/海外酒店间夜量增 10%/150%
交通票务	1,383	1,473	1,737	18	26	1,676	4	内地/海外机票票量较 2019 年增 30%/260%+
其他	369	789	502	-36	36	560	-10	
度假			663			500	33	
总收入	2,586	3,145	3,866	23	49	3,688	5	
市场预期			3,745					
收入成本	(645)	(970)	(1,351)	39	109	(1,243)	9	
毛利润	1,941	2,175	2,515	16	30	2,445	3	
毛利润率 (%)	75.0	69.2	65.0			66.3		
运营费用								
服务开发	(411)	(515)	(487)	-6	18	(556)	-13	
销售及营销	(966)	(1,127)	(1,368)	21	42	(1,239)	10	市场恢复下营销活动增加
行政	(192)	(115)	(265)	131	38	(197)	35	
其他	94	(30)	61	-304	-36	18	232	
运营利润	465	388	455	17	-2	471	-3	
调整后运营利润	468	569	530	-7	13	567	-7	
调整后运营利润率 (%)	18.1	18.1	13.7			15.4		
调整后运营费用占收入比 (%)								
服务开发	15	15	12			14		
销售及营销	37	35	35			33		
行政	5	1	5			4		
归母净利润	378	310	397	28	5	349	14	
调整后净利润	504	483	558	16	11	546	2	
市场预期			536					
调整后净利润率 (%)	19.5	15.3	14.4			14.8		

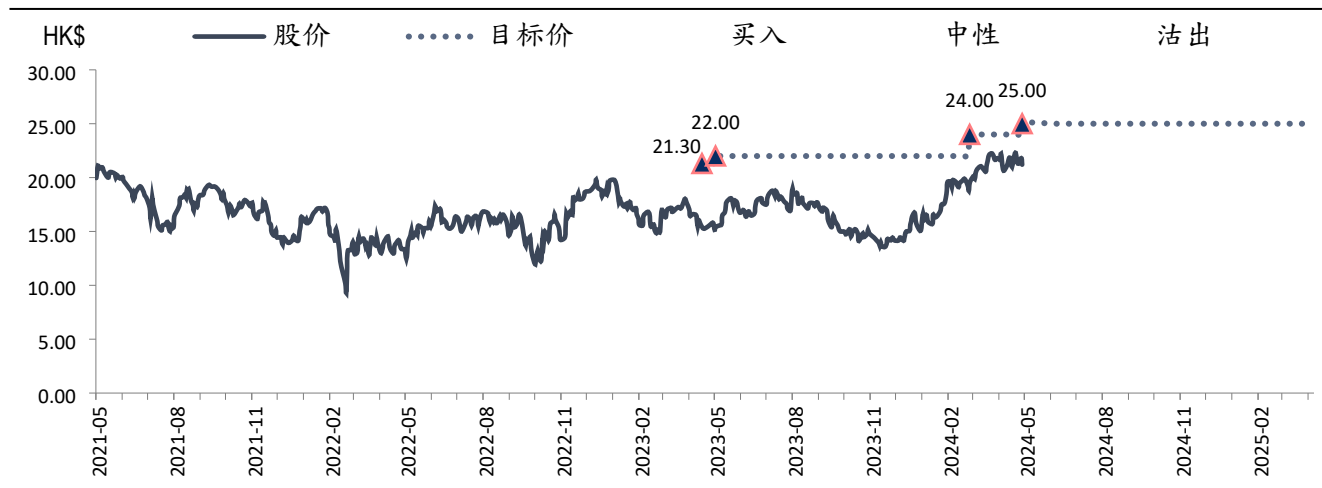
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 2024 年 2 季度业绩预测

(百万人民币)	2Q23	1Q24	2Q24E	环比(%)	同比(%)	2023	2024E	2025E	2026E
收入									
核心 OTA	2,866	3,866	3,571	-8	25	11,896	14,561	16,934	19,057
住宿预定服务	1,055	965	1,218	26	15	3,900	4,709	5,327	5,912
交通票务服务	1,495	1,737	1,753	1	17	6,030	7,429	8,578	9,661
其他	316	502	601	20	90	1,967	2,423	3,029	3,483
度假			700				3,163	3,637	4,183
总收入	2,866	3,866	4,271	10	49	11,896	17,724	20,571	23,240
市场预期			4,280				17,347	20,670	24,239
收入成本	(703)	(1,351)	(1,571)	16	123	(3,158)	(6,370)	(7,351)	(8,663)
毛利润	2,163	2,515	2,700	7	25	8,738	11,354	13,221	14,577
毛利润率 (%)	75	65	63			73	64	64	63
运营费用									
服务开发开支	(428)	(487)	(557)	14	30	(1,821)	(2,338)	(2,789)	(2,976)
销售及营销开支	(1,108)	(1,368)	(1,455)	6	31	(4,473)	(5,998)	(6,897)	(7,764)
行政开支	(208)	(265)	(233)	-12	12	(711)	(829)	(793)	(799)
其他	(3)	61	25	-58	-1,106	136	104	75	70
运营利润	417	455	481	6	15	1,869	2,294	2,817	3,109
调整后运营利润	542	530	587	11	8	2,187	2,739	3,341	3,702
调整后运营利润率 (%)	19	14	14			18	15	16	16
调整后运营费用占收入比 (%)									
服务开发	14	12	12			15	12	13	12
销售及营销	38	35	34			37	34	33	33
行政	5	5	4			4	4	3	2
归母净利润	356	397	399	1	12	1,554	1,930	2,355	2,603
调整后净利润	592	558	627	12	6	2,199	2,877	3,455	3,847
市场预期			648				2,714	3,214	3,826
调整后净利润率 (%)	20.7	14.4	14.7			18.5	16.2	16.8	16.6

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	105.14	132.00	25.5%	2024 年 05 月 17 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	4.91	6.70	36.5%	2024 年 05 月 17 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.99	17.00	13.4%	2024 年 05 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	102.00	104.00	2.0%	2024 年 03 月 01 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.53	13.00	-16.3%	2024 年 01 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	56.90	75.00	31.8%	2024 年 01 月 23 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	5.83	6.60	13.2%	2024 年 03 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.70	29.00	1.0%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	33.29	40.00	20.2%	2024 年 05 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	86.13	111.00	28.9%	2024 年 04 月 11 日	电商
PDD US	拼多多	买入	145.45	180.00	23.8%	2024 年 01 月 12 日	电商
DAO US	有道	买入	3.74	5.10	36.4%	2024 年 05 月 06 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	61.80	89.00	44.0%	2024 年 04 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	7.11	9.10	28.0%	2024 年 02 月 28 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	12.37	15.50	25.3%	2024 年 01 月 26 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	383.60	457.00	19.1%	2024 年 05 月 16 日	游戏
NTES US	网易	买入	98.90	127.00	28.4%	2024 年 04 月 10 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.14	15.00	23.6%	2024 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	25.65	26.00	1.4%	2024 年 03 月 20 日	游戏
3690 HK	美团	买入	121.40	111.00	-8.6%	2024 年 03 月 25 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	26.80	26.00	-3.0%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.02	11.30	12.8%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	中性	9.72	10.10	3.9%	2024 年 05 月 17 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.86	1.90	2.2%	2024 年 05 月 16 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	28.00	30.00	7.1%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.02	14.00	27.0%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	21.20	25.00	17.9%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	440.00	509.00	15.7%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 5 月 21 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	17,724	20,571	23,240
主营业务成本	(1,807)	(3,158)	(6,370)	(7,351)	(8,663)
毛利	4,778	8,738	11,354	13,221	14,577
销售及管理费用	(3,502)	(5,184)	(6,827)	(7,690)	(8,563)
研发费用	(1,414)	(1,821)	(2,338)	(2,789)	(2,976)
其他经营净收入/费用	114	136	104	75	70
经营利润	(24)	1,869	2,294	2,817	3,109
Non-GAAP标准下的经营利润	428	2,187	2,739	3,341	3,702
财务成本净额	(79)	18	(39)	(40)	(40)
应占联营公司利润及亏损	(14)	(33)	(9)	(20)	(20)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	(117)	1,854	2,246	2,757	3,049
税费	(46)	(288)	(321)	(414)	(457)
非控股权益	18	(11)	5	12	12
净利润	(146)	1,554	1,930	2,355	2,603
作每股收益计算的净利润	(146)	1,554	1,930	2,355	2,603
Non-GAAP标准的净利润	646	2,199	2,877	3,455	3,847

资产负债表简表 (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	5,192	34,097	40,952	50,149
有价证券	3,163	3,948	4,030	4,116	4,206
应收账款及票据	888	1,218	2,666	1,842	3,251
开发中物业及土地预付款	2,697	4,370	6,026	5,966	6,972
其他流动资产	88	171	217	252	284
总流动资产	10,384	14,900	47,037	53,127	64,862
物业、厂房及设备	1,598	2,495	2,981	3,415	3,854
其他有形资产	111	589	619	650	682
无形资产	8,581	9,580	9,103	9,528	10,003
合资企业/联营公司投资	3,981	3,153	3,311	3,476	3,650
其他长期资产	379	999	679	593	859
总长期资产	14,651	16,817	16,691	17,662	19,047
总资产	25,035	31,717	63,729	70,790	83,910
短期贷款	443	2,540	2,413	2,292	2,178
应付账款	5,562	9,070	38,339	41,990	50,937
其他短期负债	112	277	394	453	508
总流动负债	6,117	11,887	41,147	44,735	53,623
长期贷款	1,858	11	10	10	9
长期应付账款	932	819	1,617	1,980	2,353
其他长期负债	137	453	441	464	487
总长期负债	2,928	1,283	2,069	2,453	2,849
总负债	9,044	13,170	43,216	47,189	56,472
股本	8	8	8	8	8
储备及其他资本项目	15,724	17,695	19,667	22,767	26,615
股东权益	15,732	17,703	19,674	22,775	26,623
非控股权益	258	844	838	826	814
总权益	15,990	18,546	20,513	23,601	27,437

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	2,246	2,757	3,049
合资企业/联营公司收入调整	14	33	9	20	20
折旧及摊销	840	911	828	1,019	1,154
营运资本变动	(1,001)	911	27,213	4,691	6,711
利息调整	79	(18)	39	40	40
税费	(46)	(288)	(321)	(414)	(457)
其他经营活动现金流	533	601	755	929	1,042
经营活动现金流	302	4,003	30,769	9,043	11,558
资本开支	(397)	(1,109)	(730)	(799)	(852)
投资活动	(799)	(1,316)	(1,031)	(1,280)	(1,426)
其他投资活动现金流	799	663	(71)	(35)	(33)
投资活动现金流	(397)	(1,762)	(1,832)	(2,114)	(2,310)
负债净变动	1,993	720	(128)	(121)	(115)
权益净变动	100	57	96	47	64
股息	NA	(2)	NA	NA	NA
其他融资活动现金流	(558)	(1,367)	0	0	0
融资活动现金流	1,535	(592)	(31)	(74)	(51)
汇率收益/损失	61	(4)	0	0	0
年初现金	2,046	3,547	5,192	34,097	40,952
年末现金	3,547	5,192	34,097	40,952	50,149

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	0.853	1.032	1.138
全面摊薄每股收益	(0.066)	0.692	0.853	1.032	1.138
Non-GAAP标准下的每股收益	0.291	0.979	1.272	1.514	1.682
每股股息	NA	0.001	NA	NA	NA
每股账面值	7.080	7.882	8.698	9.980	11.641
利润率分析(%)					
毛利率	72.6	73.5	64.1	64.3	62.7
EBIT利润率	(0.4)	15.7	12.9	13.7	13.4
净利率	(2.2)	13.1	10.9	11.4	11.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	72.6	73.5	64.1	64.3	62.7
经营利润率	6.5	18.4	15.5	16.2	15.9
净利率	9.8	18.5	16.2	16.8	16.6
盈利能力(%)					
ROA	(0.6)	5.5	4.0	3.5	3.4
ROE	(0.9)	9.3	10.3	11.1	10.5
ROIC	(0.2)	8.2	9.3	10.2	9.8
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	1.3	1.1	1.2	1.2
应收账款周转天数	43.2	32.3	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	477.6	384.5	420.0	500.0	500.0

交銀國際

香港中環德輔道中 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者之观点；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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、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、山西省安装集团股份有限公司、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、乐思集团有限公司、出门问问有限公司及趣致集团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，并可能受递送延误、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。