

2024年05月23日

同程旅行 (0780.HK)

公司动态分析

证券研究报告

在线旅行

## 核心 OTA 业务稳健增长；维持全年净利润预测

同程旅行 1 季度业绩略超预期，核心 OTA 业务收入同比增 24%，度假业务贡献 6.6 亿元收入增量，国际业务投入加大使得核心 OTA 经营利润率同比下降，度假业务中长期经营利润率预计为中低个位数。我们维持全年经调整净利润预测不变，维持目标价 23.3 港元及“买入”评级。

### 报告摘要

**1 季度业绩略超预期：**总收入 38.7 亿元，同比增 49%，略超我们/市场预期 4%/3%，其中核心 OTA 业务收入同比增 24%（其中交通票务/住宿预订服务同比增 26%/16%），度假业务自 1Q24 开始完整季度并表，贡献 6.6 亿元收入增量（总收入占比 17%）。经调整净利润 5.6 亿元，同比增 11%，略超市场预期 4%，利润率 14.4%，同比/环比下降 5 个/1 个百分点，主要因核心 OTA 业务的国际投入加大、及利润率更低的度假业务并表影响。1 季度核心 OTA 经营利润 7.2 亿元，经营利润率 22.6%（同比降 3.7 个百分点）；度假业务经营利润 4,400 万元，经营利润率为 6.6%。

**核心 OTA 业务稳健，国际布局加速：**1 季度整体 GMV 同比增 15% 至 659 亿元，主要受交通票务及住宿预订增长驱动。1) **住宿预订：**国内酒店间夜量同比增约 10%；酒店 ADR 及佣金率同比持平，对比行业 ADR 呈下降趋势；15 天交叉销售率提升至 11%。2) **交通票务：**1 季度国内机票预定量同比增约 30%（创新高），五一假期机票预定量同比增 20%，稳健增长态势延续至 2 季度。3) **国际业务：**国际酒店间夜量/机票预定量同比增超 150%/260%，东南亚及日韩贡献主要预定量。公司未来 3-5 年出境+国际业务收入占比目标为提升至 10% 以上水平。

**度假业务具备产业链探索价值：**1 季度同程旅业国内/出境业务恢复至 2019 年同期的 70%/30%，预计免签政策及航班供给恢复将带动出境游恢复。度假业务中长期经营利润率预计为中低个位数，对公司整体利润率有下行影响。我们认为度假业务布局价值主要体现在：差异化客群拓展、线下渠道建设、及提升供应链能力把控能力。

**用户价值持续释放，多元渠道建设推进：**APU 同比增 14%（净增 2,900 万）至 2.3 亿，MPU 同比增 3% 至 4,300 万。微信生态之外，同程旅行独立 App 的 DAU 超过 200 万，MPU 同比增超 100%。用户价值释放体现在订单频次及年度花费提升，12 个月累计服务用户 18.3 亿人次，隐含平均订单频次为 8.0 次/APU，对比去年同期为 5.8 次；APU 平均年度花费（12 个月 GMV/APU）提升至 1,091 元，同比/环比提升 48%/6%。此外，黑鲸会员累计数超 5,500 万，同比/环比净增 3,000 万/800 万，黑鲸会员支出为普通用户的 2.5 倍，对人均花费提升有一定支撑作用。

**预测及估值：**我们预计 2 季度收入同比增 50%，预计核心 OTA 同比增 24%，其中交通票务/住宿预订在高基数效应下同比增速放缓至 18%/12%；预计度假业务季节性因素环比增 12%。我们略上调 2024 年收入预期 3%，维持全年经调整净利润预测不变（27 亿元，对应利润率 14.9%）。我们认为平台用户价值释放将支撑核心 OTA 业务维持高于旅游业增速前景，给予 18 倍 2024 年市盈率，维持目标价（23.3 港元）及“买入”评级。

**风险：**度假业务对利润率拖累大于预期；消费力疲弱；竞争加剧。

### 财务数据

财年截止12月31日	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)	7,538	6,585	11,896	18,177	21,322	24,579
同比增长(%)	27%	-13%	81%	53%	17%	15%
调整后净利润(百万元)	1,308	647	2,199	2,706	2,933	3,399
调整后净利润率(%)	17.4%	9.8%	18.5%	14.9%	13.8%	13.8%
调整后每股盈利(元)	0.59	0.29	0.98	1.21	1.31	1.51
市盈率(倍)	29.8	60.3	17.7	14.4	13.3	11.5
市销率(倍)	5.2	5.9	3.3	2.1	1.8	1.6
净资产收益率(%)	4.7%	-0.9%	8.4%	7.6%	6.3%	6.1%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 23.3 港元

现价 (2024-05-22): 18.48 港元

总市值(百万港元)	42,056
流通市值(百万港元)	21,344
总股本(百万股)	2,276
流通股本(百万股)	1,155
12个月低/高(港元)	14/22.6
平均成交(百万港元)	217.6

### 股东结构

腾讯	21.1%
携程	20.6%
其他	58.3%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-32.96	-14.66	19.41
绝对收益	-14.64	1.65	16.96

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

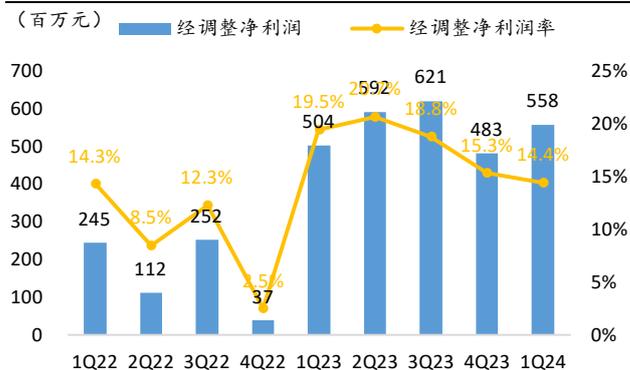
## 1Q23 业绩概览

图 1:1Q24 总收入同比增 49%



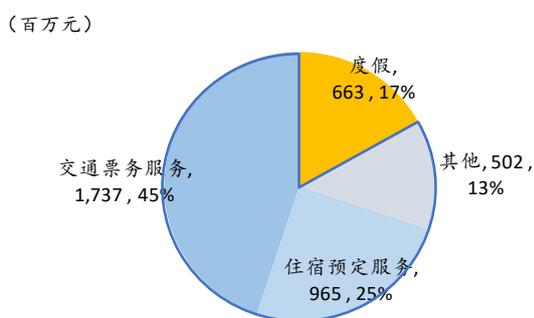
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 2: 1Q24 经调整净利润率为 14.4%



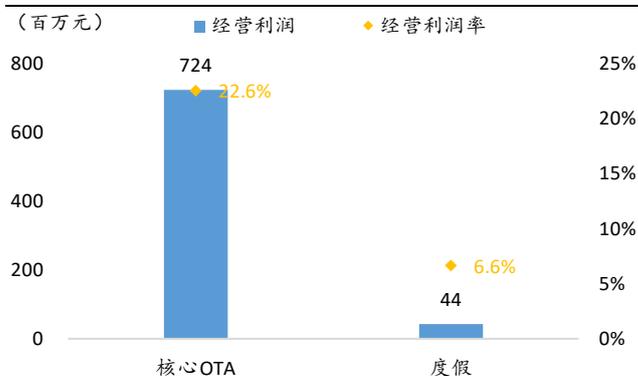
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 3:1Q24 核心 OTA 收入占比 83%



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 4:核心 OTA 及度假业务经营利润对比



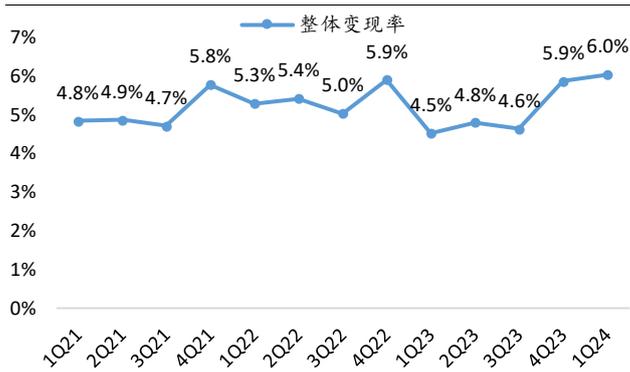
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: 费用占收入比)

图 5:1Q24 GMV 同比增 15%



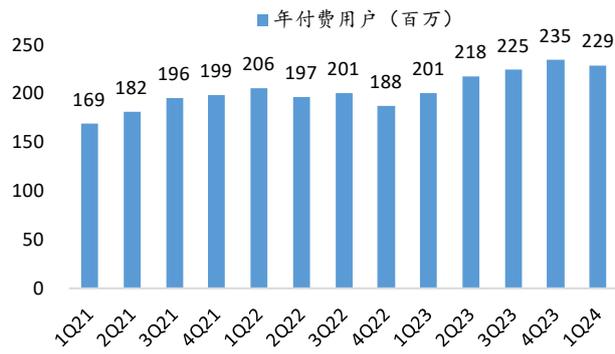
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 6: 1Q24 整体变现率为 6.0%



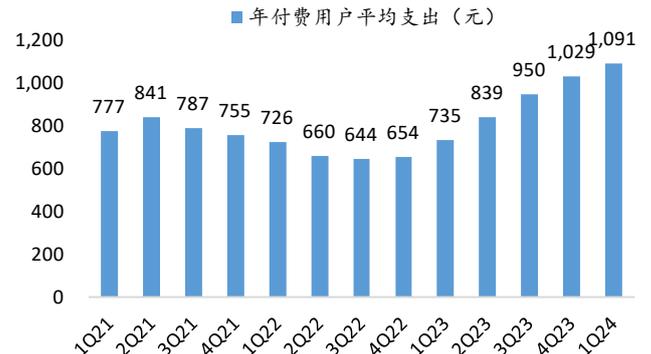
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: 整体变现率=总收入/GMV)

图 7: APU 同比增 14%至 2.3 亿人



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 8: 付费用户平均支出呈增长趋势



资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: =过去 12 个月 GMV/APU)

## 盈利预测更新

图 9: 利润表预测

同程旅行 (780 HK) 人民币, 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>2,586</b>	<b>2,866</b>	<b>3,299</b>	<b>3,145</b>	<b>3,866</b>	<b>4,294</b>	<b>6,585</b>	<b>11,896</b>	<b>18,177</b>	<b>21,322</b>	<b>24,579</b>
同比	51%	117%	61%	110%	49%	50%	-13%	81%	53%	17%	15%
<b>核心OTA业务</b>	<b>2,586</b>	<b>2,866</b>	<b>3,299</b>	<b>3,145</b>	<b>3,203</b>	<b>3,551</b>	<b>6,585</b>	<b>11,896</b>	<b>15,248</b>	<b>17,954</b>	<b>20,806</b>
同比	51%	117%	61%	110%	24%	24%	0%	81%	28%	18%	16%
住宿预定服务	834	1,055	1,127	882	965	1,187	2,415	3,900	4,743	5,627	6,477
交通票务服务	1,383	1,495	1,680	1,473	1,737	1,757	3,379	6,030	7,711	8,912	10,268
其他	369	316	492	789	502	607	791	1,967	2,794	3,415	4,062
度假	-	-	-	-	663	743	-	-	2,929	3,368	3,772
销售成本	-645	-703	-840	-970	-1,351	-1,541	-1,807	-3,158	-6,427	-7,396	-8,332
<b>毛利</b>	<b>1,941</b>	<b>2,163</b>	<b>2,460</b>	<b>2,175</b>	<b>2,515</b>	<b>2,753</b>	<b>4,778</b>	<b>8,738</b>	<b>11,749</b>	<b>13,926</b>	<b>16,247</b>
毛利率	75.0%	75.5%	74.5%	69.2%	65.0%	64.1%	72.6%	73.5%	64.6%	65.3%	66.1%
<b>服务开发开支</b>	<b>-411</b>	<b>-428</b>	<b>-466</b>	<b>-515</b>	<b>-487</b>	<b>-549</b>	<b>-1,414</b>	<b>-1,821</b>	<b>-2,339</b>	<b>-3,201</b>	<b>-3,785</b>
占收入比	16%	15%	14%	16%	13%	13%	21%	15%	13%	15%	15%
<b>销售及营销开支</b>	<b>-966</b>	<b>-1,108</b>	<b>-1,272</b>	<b>-1,127</b>	<b>-1,368</b>	<b>-1,509</b>	<b>-2,801</b>	<b>-4,473</b>	<b>-6,378</b>	<b>-7,294</b>	<b>-8,381</b>
占收入比	37%	39%	39%	36%	35%	35%	43%	38%	35%	34%	34%
<b>行政开支</b>	<b>-192</b>	<b>-208</b>	<b>-197</b>	<b>-115</b>	<b>-265</b>	<b>-236</b>	<b>-701</b>	<b>-711</b>	<b>-1,062</b>	<b>-1,066</b>	<b>-1,229</b>
占收入比	7%	7%	6%	4%	7%	5%	11%	6%	6%	5%	5%
<b>经营利润</b>	<b>465</b>	<b>417</b>	<b>599</b>	<b>388</b>	<b>455</b>	<b>495</b>	<b>-24</b>	<b>1,869</b>	<b>2,126</b>	<b>2,466</b>	<b>2,928</b>
经营利润率	18.0%	14.6%	18.2%	12.3%	11.8%	11.5%	-0.4%	15.7%	11.7%	11.6%	11.9%
<b>净利润</b>	<b>379</b>	<b>360</b>	<b>515</b>	<b>311</b>	<b>400</b>	<b>421</b>	<b>-164</b>	<b>1,566</b>	<b>1,823</b>	<b>1,947</b>	<b>2,333</b>
净利润率	14.7%	12.6%	15.6%	9.9%	10.4%	9.8%	-2.5%	13.2%	10.0%	9.1%	9.5%
<b>调整后EBITDA</b>	<b>732</b>	<b>806</b>	<b>870</b>	<b>716</b>	<b>820</b>	<b>880</b>	<b>1,437</b>	<b>3,124</b>	<b>3,742</b>	<b>4,114</b>	<b>4,609</b>
调整后EBITDA利润率	28.3%	28.1%	26.4%	22.8%	21.2%	20.5%	21.8%	26.3%	20.6%	19.3%	18.8%
<b>调整后净利润</b>	<b>504</b>	<b>592</b>	<b>621</b>	<b>483</b>	<b>558</b>	<b>639</b>	<b>647</b>	<b>2,199</b>	<b>2,706</b>	<b>2,933</b>	<b>3,399</b>
调整后净利润率	19.5%	20.7%	18.8%	15.3%	14.4%	14.9%	9.8%	18.5%	14.9%	13.8%	13.8%

数据来源: 公司资料、安信国际预测 (注: 财年截止 12 月 31 日)



## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010