

同程旅行发布 2024 年一季报。从财务表现来看，2024Q1，公司营业收入 38.66 亿元/同比+49.5%，毛利 25.14 亿元/同比+29.57%，经营溢利 4.55 亿元/同比-2.23%，除税前溢利 4.52 亿元/同比+1.9%，期内溢利 4.00 亿元/同比+5.6%，期内经调整净溢利 5.58 亿元/同比+10.9%；**从毛利率/净利率表现来看**，2024Q1，公司毛利率 65.04%/较 23 年同期-10.00pcts；经调整净利润率为 14.4%/较 23 年同期-5.1pcts。**从各项业务收入表现来看**，2024Q1，公司核心在线旅游平台收入 9.64 亿元/同比+15.63%，核心在线旅游平台交通票务收入 17.37 亿元/同比+25.59%，其他业务收入 5.02 亿元/同比+36.02%；此外，公司 24Q1 较 23Q1 新增度假业务其他收入项，度假业务主要包括线下旅行社相关服务及运营景区收入，24Q1 收入 6.63 亿元。24Q1 收入增长明显但经营溢利变化幅度较小，主要是销售成本、销售及营销开支大幅增长所致，24Q1 销售成本/销售及营销成本同比增长 109.44%/41.60%。**销售成本增长主要是** 1) 度假服务买断旅游相关产品的成本增加；2) 交易额增加导致订单处理成本增加；3) 配套增值用户服务成本增加导致采购成本增加；4) 雇佣福利开支增加（服务及旅游服务供应商服务的员工数目增加所致）；**四大因素所致。销售及营销开支增长主要是** 1) 广告及推广开支增加；2) 销售员工人数增加导致雇员福利增加；两大因素所致。

付费用户及服务人次稳步增长，非一线城市仍为主要发力点。截至 2024 年 3 月 31 日为止 12 个月，公司年付费用户 2.29 亿人/同比+14.3%；累计服务人次 18.27 亿人次/同比+57.4%。2024Q1，公司平均月付费用户为 0.41 亿人/同比+2.9%。从用户居住地所在的城市线级来看，截至 24 年 3 月 31 日，公司用户中居住在非一线城市的注册用户占用户总数约 87%；2024Q1，公司微信平台用户超 70%来自非一线城市。公司仍延续以非一线城市客群为主的打法，通过有效的流量策略与卓越的运营能力高效获取大众市场客户，大众市场用户需求持续深挖是公司付费用户稳步增长的一大核心作用因素；除需求深挖外，我们认为公司付费用户增长态势明显，也是公司自身旅游资源覆盖广度持续增加、互联网用户旅游积极性持续攀升、旅游行业热度在政策催化及线上流量推动下持续攀升三大因素作用的结果。公司旅游资源稳步拓宽、大众市场持续发力深耕，叠加旅游行业高景气催化，各项业务表现有望持续向好。

投资建议：同程持续深耕大众市场及微信流量，通过优良的运营、服务及创新能力，持续吸引新用户及提升付费比率，为公司发展提供动力。同时，同程通过收并购整合，渗透产业链，完善住宿、度假及出境游等板块布局，从而深化公司的竞争优势及话语权。考虑新业务并表及未来成长潜力，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 20.62 亿元、27.23 亿元及 33.69 亿元，对应 PE 分别为 19x/14x/12x，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争风险，政策风险，宏观经济恢复不达预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,896	17,028	20,357	23,728
增长率 (%)	80.7	43.1	19.6	16.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,554	2,062	2,723	3,369
增长率 (%)	1164.4	32.7	32.0	23.7
每股收益 (元)	0.68	0.91	1.20	1.48
PE	25	19	14	12
PB	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 24 年 5 月 22 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB）

推荐

维持评级
当前价格：
18.48 港元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

邮箱：dengyichen@mszq.com

相关研究

- 1.同程旅行 (0780.HK) 2023 年年报点评：业绩增长态势明显，获客能力持续提升-2024/03/21
- 2.同程旅行 (0780.HK) 2023 年中报点评：业绩复苏强劲，出色运营+投资并购提供新动能-2023/08/24
- 3.同程旅行 (0780.HK) 深度报告：疫后强劲复苏，龙头精益求精-2023/07/13

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	14,900	22,400	28,335	36,468
现金及现金等价物	5,192	10,159	14,895	21,207
应收账款及票据	1,218	1,869	1,890	2,578
存货	1	0.00	0.00	0.00
其他	8,488	10,372	11,550	12,682
非流动资产合计	16,817	16,201	15,634	15,112
固定资产	2,495	2,488	2,481	2,474
商誉及无形资产	10,008	9,399	8,839	8,324
其他	4,314	4,314	4,314	4,314
资产合计	31,717	38,601	43,969	51,580
流动负债合计	11,887	16,694	19,319	23,537
短期借贷	2,540	3,592	4,800	6,069
应付账款及票据	4,131	5,717	5,505	7,050
其他	5,216	7,386	9,014	10,418
非流动负债合计	1,283	1,283	1,283	1,283
长期借贷	11	11	11	11
其他	1,272	1,272	1,272	1,272
负债合计	13,170	17,977	20,602	24,820
普通股股本	8	8	8	8
储备	17,726	19,788	22,510	25,879
归属母公司股东权益	17,703	19,765	22,488	25,857
少数股东权益	844	859	879	904
股东权益合计	18,546	20,624	23,366	26,760
负债和股东权益合计	31,717	38,601	43,969	51,580

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,003	4,792	4,578	6,211
净利润	1,554	2,062	2,723	3,369
少数股东权益	11	15	20	25
折旧摊销	911	1,016	967	922
营运资金变动及其他	1,527	1,699	868	1,895
投资活动现金流	-1,762	-433	-433	-433
资本支出	-974	-400	-400	-400
其他投资	-788	-33	-33	-33
筹资活动现金流	-592	608	591	535
借款增加	250	1,052	1,209	1,269
普通股增加	57	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-899	-444	-618	-734
现金净增加额	1,645	4,967	4,736	6,312

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,896	17,028	20,357	23,728
其他收入	7	142	249	276
营业成本	3,158	4,329	4,957	5,605
销售费用	4,473	6,394	7,632	8,877
管理费用	711	996	1,160	1,310
研发费用	1,821	2,586	3,054	3,559
财务费用	-16	356	495	568
权益性投资损益	-33	-33	-33	-33
其他损益	130	-16	-28	-33
除税前利润	1,854	2,460	3,247	4,018
所得税	288	382	505	624
净利润	1,566	2,077	2,743	3,394
少数股东损益	11	15	20	25
归属母公司净利润	1,554	2,062	2,723	3,369
EBIT	1,838	2,816	3,742	4,587
EBITDA	2,749	3,832	4,709	5,508
EPS (元)	0.68	0.91	1.20	1.48

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	80.67	43.14	19.55	16.56
归属母公司净利润	1164.41	32.69	32.02	23.75
盈利能力(%)				
毛利率	73.45	74.58	75.65	76.38
净利率	13.06	12.11	13.37	14.20
ROE	8.78	10.43	12.11	13.03
ROIC	7.36	9.82	11.22	11.80
偿债能力				
资产负债率(%)	41.52	46.57	46.86	48.12
净负债比率(%)	-14.24	-31.79	-43.15	-56.53
流动比率	1.25	1.34	1.47	1.55
速动比率	0.91	1.09	1.25	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.48	0.49	0.50
应收账款周转率	11.29	11.03	10.83	10.62
应付账款周转率	0.95	0.88	0.88	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.91	1.20	1.48
每股经营现金流	1.76	2.11	2.01	2.73
每股净资产	7.78	8.68	9.88	11.36
估值比率				
P/E	25	19	14	12
P/B	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.22	9.48	7.72	6.60

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026