同程旅行（00780.HK）

下沉市场变现能力强化，出境游投放加码

增持

核心观点

2024年一季度OTA业务收入维持良好增长，利润率同比有所回落。2024Q1公司实现收入38.7亿元、归母净利润4.0亿元、经调整净利润5.6亿元，同比分别增长49.5%/5.0%/10.9%。其中：1）OTA平台收入实现32.1亿元，同比增长23.9%，国内下沉市场线上化渗透仍在持续演绎；盈利能力同比下滑，主要系公司自去年下半年起逐步进入海外投资周期，同时国内APP端获客营销增加，Q1 OTA平台经营性利润率为22.6%，同比下降3.7pct。2）度假业务实现6.6亿元，主要系去年12月并表的线下旅行社及景区运营，预计受益于出境游趋势的恢复，一季度相对旺季对应经营性利润率为6.6%。

国内受益于下沉市场在线渗透提升，多元布局产业链，国际进入快速扩张周期。2024Q1公司交通与住宿业务收入分别为17.4亿、9.6亿，同比分别增长25.6%、15.6%，住宿收入去年同期基数相对不低，但仍受益于在线率提升和低线城市消费景气度，同比实现良好增长。此外，公司国际业务加速扩张，国际机票票量同比增长超过260%，国际酒店间夜量同比增长超150%。公司在强化核心OTA业务的同时，持续拓展多元化布局，Q1其他收入板块（含广告、会员、酒店管理业务等）同比增长36%至5.0亿元。截至2024年4月末，艺龙酒店科技平台上开业酒店近1800家，签约酒店超2600家。

用户变现维度，付费用户和人均贡献持续增长，APP日活创新高。公司持续丰富服务场景和产品种类，以满足广泛下沉市场消费群体的多层次需求，截止2024Q1末非一线城市的注册用户占注册用户总数约87%。2024Q1平台年付费用户同比增长14.3%至2.29亿；从ARPU值上看，一方面年用户购买频次提升至8次，远高于2019年同期的5次以上；同时15天交叉销售率增加到了11%，从而提高每笔交易的收入和佣金率，2024Q1公司佣金率提升至5.9%，较2019Q1增加0.9pct。2024年4-5月，公司APP日活达到200万人次，月活低基数下同比提升100%，为进一步巩固竞争壁垒提供良好基础。

受益于下沉市场旅游景气，海外扩张周期阶段扰动利润率水平。展望后续，尽管目前酒店行业价格相对平淡，但平台中低星级表现仍然呈现一定韧性，整体仍然受益于下沉市场在线渗透红利和旅游多点开花的消费景气度，推动收入的良好增长。但同时公司也积极加码海外产业链开拓国际市场，提高国内APP营销投放，全年来看预计可能对利润率有一定影响。趋势上，考虑去年Q2为常态化的首个完整季度，预计有回补性出行需求带来的高基数影响（23Q2公司经调整净利润为19Q2的171%），下半年基数相对回落，同时营销与销售投放渐进提升，今年OTA主业收入与利润同比增速不排除前低后高。

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：暂维持公司2024-2026年经调净利润为27.4/33.9/40.8亿元，动态PE为14/11/9x。公司深耕微信小程序，深度洞察低线城市广泛人群的出行需求与消费习惯，并受益于在线化渗透提升红利与当前旅游目的地下沉小众化趋势，持续提升平台用户贡献从出行频次与单次消费上变现，有望推动收入端良好增长。同时基于中线成长和竞争力提升考虑，公司逐步加码对出境游业务及国内APP的营销投放，起步阶段对利润率有所扰动，后续跟踪新业务与新渠道布局效果及利润率变化趋势，暂维持“增持”评级。

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
zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

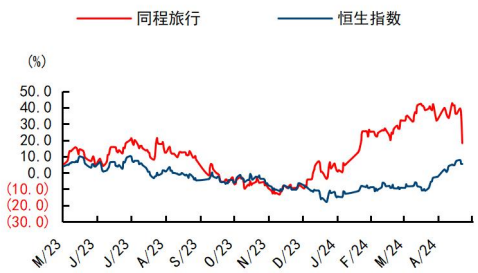
证券分析师：张鲁
010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

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	18.48港元
总市值/流通市值	42056/42056百万港元
52周最高价/最低价	22.55/13.12港元
近3个月日均成交额	217.68百万港元

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）-国内继续挖潜下沉市场流量变现，海外逐步加码布局》 ——2024-03-21
《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

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）	0.28	0.97	1.22	1.50	1.81
EBIT Margin	-9.3%	12.9%	9.3%	10.8%	11.8%
净资产收益率（ROE）	-0.9%	8.8%	10.2%	11.9%	12.7%
市盈率（PE）	60.4	17.7	14.1	11.4	9.5
EV/EBITDA	221.6	22.6	23.6	18.5	14.4
市净率（PB）	2.48	2.20	1.96	1.73	1.51

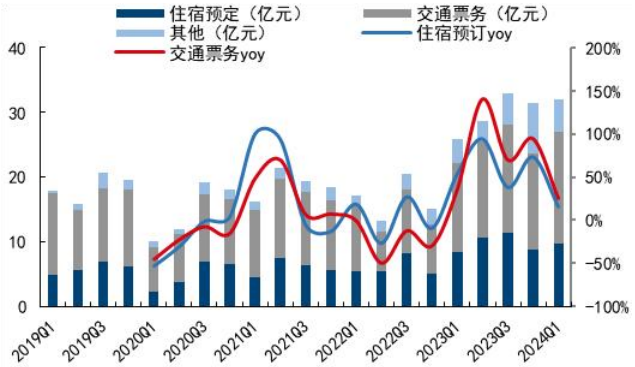
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2024 年一季度 OTA 业务收入维持良好增长，利润率同比有所回落。2024Q1 公司实现收入 38.7 亿元、归母净利润 4.0 亿元、经调整净利润 5.6 亿元，同比分别增长 49.5%/5.0%/10.9%。其中：1）OTA 平台收入实现 32.1 亿元，同比增长 23.9%，国内下沉市场线上化渗透仍在持续演绎；盈利能力同比下滑，主要系公司自去年下半年起逐步进入海外投资周期，同时国内 APP 端获客营销增加，Q1 OTA 平台经营性利润率为 22.6%，同比下降 3.7pct。2）度假业务实现 6.6 亿元，主要系去年 12 月并表的线下旅行社及景区运营，预计受益于出境游趋势的恢复，一季度相对旺季对应经营性利润率为 6.6%。

图1：同程旅行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2：同程旅行单季度业务拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内受益于下沉市场在线渗透提升，多元布局产业链，国际进入快速扩张周期。2024Q1 公司交通与住宿业务收入分别为 17.4 亿、9.6 亿，同比分别增长 25.6%、15.6%，住宿收入去年同期基数相对不低，但仍受益于在线率提升和低线城市消费景气度，同比实现良好增长。此外，公司国际业务加速扩张，国际机票票量同比增长超过 260%，国际酒店间夜量同比增长超 150%。公司在强化核心 OTA 业务的同时，持续拓展多元化布局，Q1 其他收入板块（含广告、会员、酒店管理业务等）同比增长 36%至 5.0 亿元。截至 2024 年 4 月末，艺龙酒店科技平台上开业酒店近 1800 家，签约酒店超 2600 家。

用户变现维度，付费用户和人均贡献持续增长，APP 日活创新高。公司持续丰富服务场景和产品种类，以满足广泛下沉市场消费群体的多层次需求，截止 2024Q1 末非一线城市的注册用户占注册用户总数约 87%。2024Q1 平台年付费用户同比增长 14.3%至 2.29 亿；从 ARPU 值上看，一方面年用户购买频次提升至 8 次，远高于 2019 年同期的 5 次以上；同时 15 天交叉销售率增加到了 11%，从而提高每笔交易的收入和佣金率，2024Q1 公司佣金率提升至 5.9%，较 2019Q1 增加 0.9pct。2024 年 4-5 月，公司 APP 日活达到 200 万人次，月活低基数下同比提升 100%，为进一步巩固竞争壁垒提供良好基础。

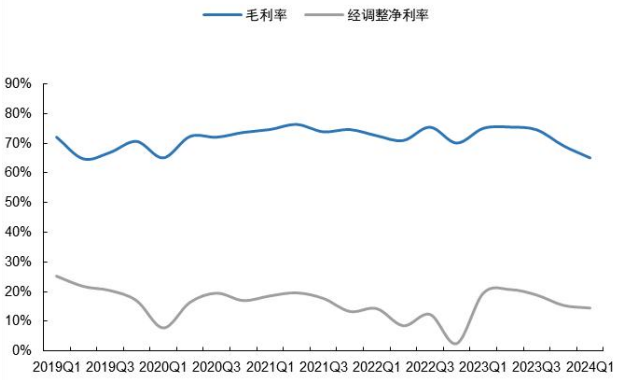
图3：同程旅行各季度月付费用户

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：同程旅行平台变现率

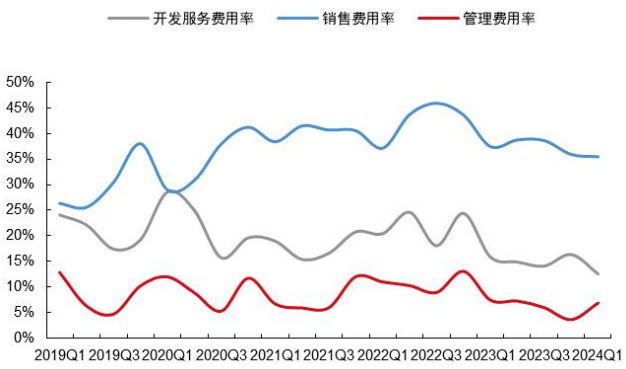
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：同程旅行毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：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

受益于下沉市场旅游景气，海外扩张周期阶段扰动利润率水平。展望后续，尽管目前酒店行业价格相对平淡，但平台中低星级表现仍然呈现一定韧性，整体仍然受益于下沉市场在线渗透红利和旅游多点开花的消费景气度，推动收入的良好增长。但同时公司也积极加码海外产业链开拓国际市场，提高国内 APP 营销投放，全年来看预计可能对利润率有一定影响。趋势上，考虑去年 Q2 为常态化的首个完整季度，预计有回补性出行需求带来的高基数影响（23Q2 公司经调整净利润为 19Q2 的 171%），下半年基数相对回落，同时营销与销售投放渐进提升，今年 OTA 主业收入与利润同比增速不排除前低后高。

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：暂维持公司 2024-2026 年经调净利润为 27.4/33.9/40.8 亿元，动态 PE 为 14/11/9x。公司深耕微信小程序，深度洞察低线城市广泛人群的出行需求与消费习惯，并受益于在线化渗透提升红利与当前旅游目的地下沉小众化趋势，持续提升平台用户贡献从出行频次与单次消费上变现，有望推动收入端良好增长。同时基于中线成长和竞争力提升考虑，公司逐步加码对出境游业务及国内 APP 的

营销投放，起步阶段对利润率有所扰动，后续跟踪新业务与新渠道布局效果及利润率变化趋势，暂维持“增持”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值（RMB）	EPS				PE				投资评级
		2024-5-22	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
9961.HK	携程集团-s	2730	408	19.12	22.62	27.34	32.16	21	18	15	买入
0780.HK	同程旅行	390	17	0.9	1.22	1.50	1.81	19	14	11	增持

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理　注：EPS 均为经调整后口径。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3547	5192	13091	14474	13746
应收款项	3586	5588	4598	5320	6328
存货净额	0	1	80	97	115
其他流动资产	88	145	177	216	257
流动资产合计	**10384**	**14900**	**21919**	**24874**	**26167**
固定资产	1598	2495	2364	2174	1976
无形资产及其他	8677	10008	9519	9031	8542
投资性房地产	394	1161	1161	1161	1161
长期股权投资	3981	3153	3353	3403	3453
资产总计	**25035**	**31717**	**38315**	**40642**	**41299**
短期借款及交易性金融负债	443	2540	30	20	20
应付款项	2676	4330	7976	5823	1379
其他流动负债	2998	5017	8038	9750	11541
流动负债合计	**6117**	**11887**	**16044**	**15593**	**12939**
长期借款及应付债券	1858	11	11	11	11
其他长期负债	1070	1272	1696	1781	1811
长期负债合计	**2928**	**1283**	**1707**	**1792**	**1822**
负债合计	**9044**	**13170**	**17751**	**17384**	**14761**
少数股东权益	258	844	859	879	904
股东权益	15732	17703	19706	22379	25634
负债和股东权益总计	**25035**	**31717**	**38315**	**40642**	**41299**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	(0.06)	0.68	0.89	1.19	1.44
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.91	7.78	8.74	9.92	11.37
ROIC	0%	12%	15%	34%	34%
ROE	-1%	9%	10%	12%	13%
毛利率	73%	73%	65%	66%	66%
EBIT Margin	-9%	13%	9%	11%	12%
EBITDA Margin	4%	21%	14%	15%	15%
收入增长	-13%	81%	49%	22%	19%
净利润增长率	--	-1164%	29%	33%	22%
资产负债率	37%	44%	49%	45%	38%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	60.4	17.7	14.1	11.4	9.5
P/B	2.5	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	222	23	24	18	14

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**6585**	**11896**	**17666**	**21574**	**25665**
营业成本	1807	3158	6104	7375	8684
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	2801	4473	6018	7350	8723
管理费用	2586	2734	3896	4527	5228
财务费用	34	2044	(124)	(274)	(281)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收入	322	2321	589	589	589
营业利润	(322)	1808	2361	3185	3899
营业外净收支	205	45	100	100	100
利润总额	**(117)**	**1854**	**2461**	**3285**	**3999**
所得税费用	46	288	443	591	720
少数股东损益	(18)	11	15	20	25
归属于母公司净利润	**(146)**	**1554**	**2003**	**2673**	**3255**

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	**(146)**	**1554**	**2003**	**2673**	**3255**
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	840	911	870	879	886
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	34	2044	(124)	(274)	(281)
营运资本变动	(1223)	1049	7970	(1135)	(3691)
其它	(18)	11	15	20	25
经营活动现金流	**(546)**	**3526**	**10859**	**2438**	**475**
资本开支	0	(1129)	(250)	(200)	(200)
其它投资现金流	180	(810)	0	(795)	(954)
投资活动现金流	**166**	**(1111)**	**(450)**	**(1045)**	**(1204)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	1764	(1847)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	(1647)	2925	(2510)	(10)	0
融资活动现金流	**1881**	**(769)**	**(2510)**	**(10)**	**0**
现金净变动	**1501**	**1645**	**7899**	**1383**	**(729)**
货币资金的期初余额	2046	3547	5192	13091	14474
货币资金的期末余额	3547	5192	13091	14474	13746
企业自由现金流	0	2124	9942	1448	(520)
权益自由现金流	0	1476	7534	1663	(290)

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