

2024 年 08 月 21 日

同程旅行 (0780.HK)

业绩符合预期；核心 OTA 利润率下半年有望提升

同程旅行 2 季度业绩符合预期，收入增速快于 GMV 增速，整体变现率提升明显。核心 OTA 收入同比增 23%，经营利润率 24.3%；度假业务贡献 8.6 亿收入增量。展望下半年，我们预计核心 OTA 业务收入稳健增长，经营利润率或随营销效率优化而提升，故维持全年净利润预测。考虑市场环境变化，下调估值倍数，目标价调整至 18.8 港元，维持买入评级。

报告摘要

2 季度业绩符合预期：总收入 42.5 亿元，同比/环比增 48%/10%，符合我们及市场预期，核心 OTA 业务收入同比增 23%（其中交通票务/住宿预订服务同比增 17%/13%），度假业务贡献收入增量 8.6 亿元，环比增 9%，收入占比环比持平在 17%。整体收入增速快于 GMV 增速（+4%），整体变现率提升至 6.8%，对比 2Q23/1Q24 为 4.8%/5.9%。营销/研发/行政费用占收入比同比降 3.3%/3.3%/0.8%，受益于 ROI 导向营销策略及运营效率优化，带动经调整净利润同比增 11%至 6.6 亿元，略高于我们/市场预期 3%/4%，利润率 15.5%，环比改善。拆分业务线表现，核心 OTA 经营利润 8.5 亿元，同比增 13%，经营利润率为 24.3%，对比 2Q23/1Q24 为 26.6%/22.6%，度假业务盈亏平衡。

核心 OTA 经营数据表现优于行业：1) 住宿预订：整体酒店间夜量同比增 10%，酒店 ADR 同比下降<5%，对比行业同比降幅>10%，主要因公司中低星酒店及下沉市场酒店占比更高，ADR 在行业逆风中较高星酒店更具韧性。15 天交叉销售率提升至 12%，用户价值仍在提升。2) 交通票务：整体机票预定量同比增近 20%，对比民航整体/国内客运量同比增 12%/6%，机票业务收入创新高。3) 国际业务：国际机票预定量/酒店间夜量同比增超 160%/140%，强劲增长态势延续至 7-8 月。

用户平均花费及订单频次潜力逐步释放：截止 2 季度的 APU 为 2.3 亿，同比增 5%，APU 年度花费（APU/过去 12 个月 GMV）为 1,107 元，同比增 32%，维持超过 2019 年的水平。12 个月累计服务用户 18.3 亿人次，隐含平均订单频次为 8.1 次/APU，对比去年同期为 6.6 次。人均花费及频次提升反映用户价值提升战略进展顺利。此外，黑鲸会员累计数超 6,500 万，同比/环比净增 3,500 万/1,000 万，黑鲸会员支出约为普通用户的 2.1 倍。

预测及估值：我们预计 3 季度核心 OTA 收入同比增 19%，其中交通/住宿同比增 18%/19%；预计度假业务旺季环比增 31%。鉴于宏观消费疲弱，我们下调 2024 年收入预期 5%，但预计营销效率优化将基本抵消收入层面的逆风影响，核心 OTA 经营利润在下半年或有提升，故维持全年经调整净利润预测（27 亿元，对应净利润率 15.5%）。考虑市场环境变化，给予 15 倍 2024 年市盈率（vs.此前 18 倍），下调目标价至 18.8 港元（前值：23.3 港元），维持“买入”评级。我们仍看好其核心 OTA 业务韧性、用户价值提升、及中长期国际业务潜力。

风险：消费疲弱影响旅游支出预算；ARPU 水平下降；国际业务拓展不及预期。

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	17,250	20,270	23,246
同比增长（%）	27%	-13%	81%	45%	18%	15%
调整后净利润（百万元）	1,308	647	2,199	2,676	3,288	3,992
调整后净利润率（%）	17.4%	9.8%	18.5%	15.5%	16.2%	17.2%
调整后每股盈利（元）	0.59	0.29	0.98	1.19	1.46	1.78
市盈率（倍）	21.4	43.2	12.7	10.5	8.5	7.0
市销率（倍）	3.7	4.2	2.4	1.6	1.4	1.2
净资产收益率（%）	4.7%	-0.9%	8.4%	7.9%	8.0%	8.2%

数据来源：公司资料，安信国际预测

公司动态分析

证券研究报告

在线旅行

投资评级： 买入

目标价格： 18.8 港元

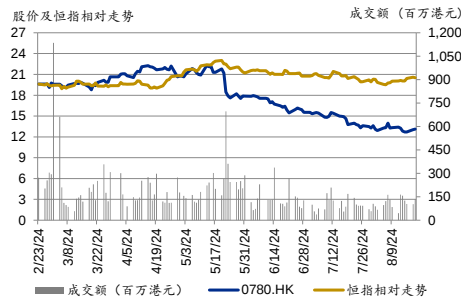
现价 (2024-08-20): 13.12 港元

总市值(百万港元)	30,504
流通市值(百万港元)	15,800
总股本(百万股)	2,325
流通股本(百万股)	1,204
12 个月低/高(港元)	12.4/22.6
平均成交(百万港元)	141.7

股东结构

腾讯	20.48%
携程	19.98%
其他	59.54%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.19	-28.63	-20.19
绝对收益	-4.65	-37.52	-22.64

数据来源：公司资料，彭博，万得

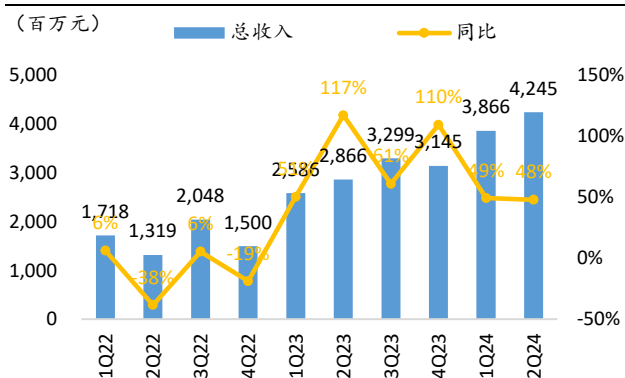
王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

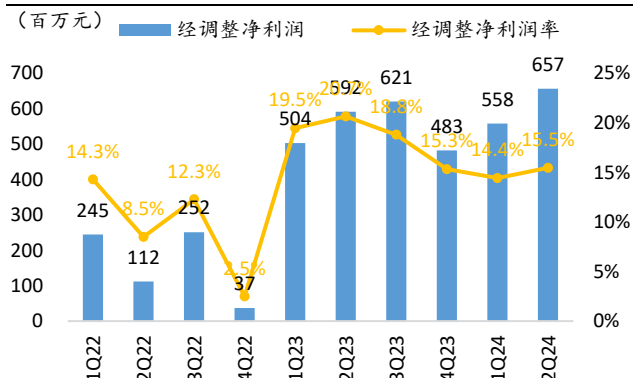
2Q24 业绩概览

图 1: 2Q24 总收入同比增 48%



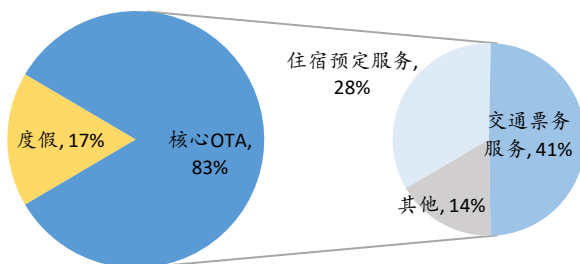
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 2: 2Q24 经调整净利润率为 14.4%



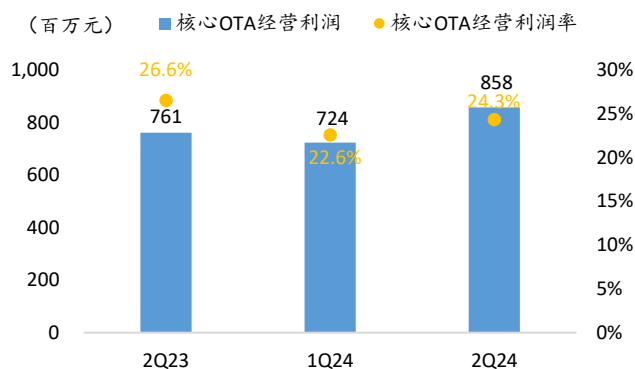
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 3: 2Q24 核心 OTA 收入占比 83%



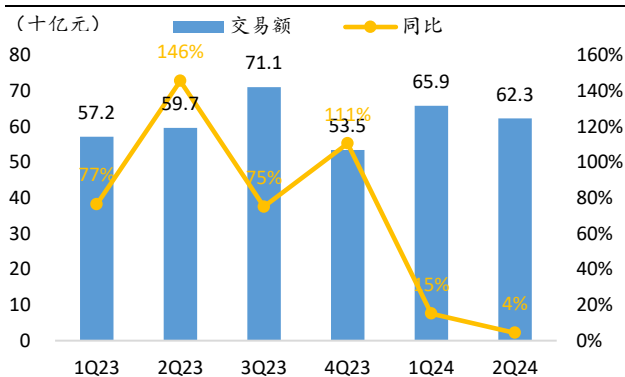
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 4: 2Q24 核心 OTA 经营利润为 24.3%



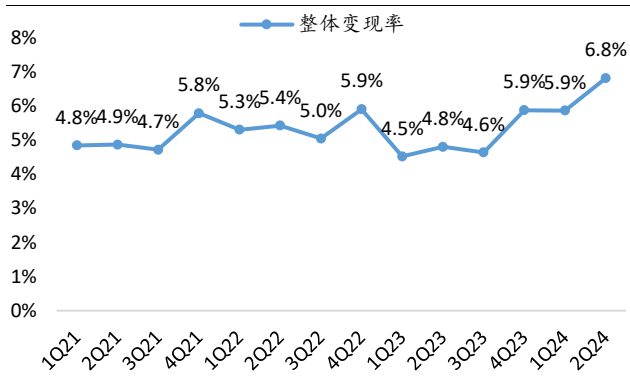
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: 费用占收入比)

图 5: 2Q24 GMV 同比增 4%



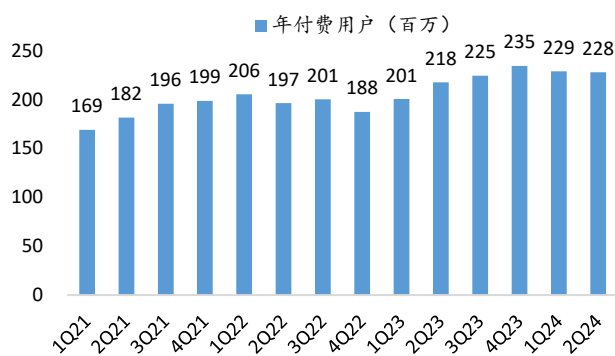
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 6: 2Q24 整体变现率提升至 6.8%



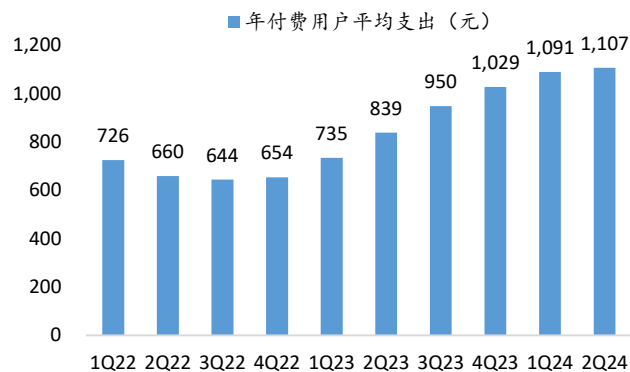
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: 整体变现率=总收入/GMV)

图 7: APU 同比增 5%至 2.3 亿人



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 8: 用户价值在提升通道



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

人民币, 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	2022	2023	2024E	变动	2025E	2026E
总收入	2,586	2,866	3,299	3,145	3,866	4,245	4,869	6,585	11,896	17,250	-5%	20,270	23,246
同比	51%	117%	61%	110%	49%	48%	48%	-13%	81%	45%		18%	15%
核心OTA业务	2,586	2,866	3,299	3,145	3,203	3,526	3,930	6,585	11,896	14,256	-7%	17,066	19,835
同比	51%	117%	61%	110%	24%	23%	19%	0%	81%	20%		20%	16%
住宿预定服务	834	1,055	1,127	882	965	1,191	1,344	2,415	3,900	4,569	-4%	5,338	6,145
交通票务服务	1,383	1,495	1,680	1,473	1,737	1,743	1,985	3,379	6,030	7,090	-8%	8,275	9,583
其他	369	316	492	789	502	592	600	791	1,967	2,596	-7%	3,453	4,107
度假	-	-	-	-	663	719	939	-	-	2,994	2%	3,203	3,411
销售成本	-645	-703	-840	-970	-1,351	-1,501	-1,732	-1,807	-3,158	-6,078	-5%	-7,031	-7,880
毛利	1,941	2,163	2,460	2,175	2,515	2,744	3,136	4,778	8,738	11,172	-5%	13,239	15,366
毛利率	75.0%	75.5%	74.5%	69.2%	65.0%	64.6%	64.4%	72.6%	73.5%	64.8%		65.3%	66.1%
服务开发开支	-411	-428	-466	-515	-487	-494	-535	-1,414	-1,821	-2,072	-11%	-2,303	-2,607
占收入比	16%	15%	14%	16%	13%	12%	11%	21%	15%	12%		11%	11%
销售及营销开支	-966	-1,108	-1,272	-1,127	-1,368	-1,502	-1,682	-2,801	-4,473	-6,042	-5%	-7,008	-8,003
占收入比	37%	39%	39%	36%	35%	35%	35%	43%	38%	35%		35%	34%
行政开支	-192	-208	-197	-115	-265	-272	-270	-701	-711	-1,047	-1%	-1,099	-1,179
占收入比	7%	7%	6%	4%	7%	6%	6%	11%	6%	6%		5%	5%
经营利润	465	417	599	388	455	517	673	-24	1,869	2,177	2%	2,939	3,664
经营利润率	18.0%	14.6%	18.2%	12.3%	11.8%	12.2%	13.8%	-0.4%	15.7%	12.6%		14.5%	15.8%
净利润	379	360	515	311	400	429	559	-164	1,566	1,826	0%	2,456	3,101
净利润率	14.7%	12.6%	15.6%	9.9%	10.4%	10.1%	11.5%	-2.5%	13.2%	10.6%		12.1%	13.3%
调整后EBITDA	732	806	870	716	820	913	1,096	1,437	3,124	3,778	1%	4,571	5,328
调整后EBITDA利润	28.3%	28.1%	26.4%	22.8%	21.2%	21.5%	22.5%	21.8%	26.3%	21.9%		22.5%	22.9%
调整后净利润	504	592	621	483	558	657	801	647	2,199	2,676	-1%	3,288	3,992
调整后净利润率	19.5%	20.7%	18.8%	15.3%	14.4%	15.5%	16.4%	9.8%	18.5%	15.5%		16.2%	17.2%

数据来源: 公司资料, 安信国际预测 (注: 财年截止 12 月 31 日)

附表：财务报表预测

利润表							资产负债表						
(百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	(百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,538	6,585	11,896	17,250	20,270	23,246	贸易应收款项	670	888	1,218	1,767	2,076	2,381
营业成本	-1,890	-1,807	-3,158	-6,078	-7,031	-7,880	按公允价值计量且其变动计入损益的短期投资	3,343	2,669	1,632	1,632	1,632	1,632
毛利润	5,648	4,778	8,738	11,172	13,239	15,366	预付款项及其他应收款项	1,259	2,697	4,370	5,992	6,635	7,609
销售费用	-3,036	-2,801	-4,473	-6,042	-7,008	-8,003	按摊销成本计量的短期投资	0	494	2,317	1,294	2,734	3,135
研发费用	-1,344	-1,414	-1,821	-2,072	-2,303	-2,607	0	55	88	145	210	247	283
管理费用	-572	-701	-711	-1,047	-1,099	-1,179	总资产	2,046	3,547	5,192	11,504	20,689	27,390
金融资产减值亏损	-91	-28	-17	27	5	16	流动资产合计	7,373	10,384	14,900	22,398	34,013	42,431
其他收益	98	154	123	89	106	70	递延税项资产	1,364	1,598	2,495	2,588	3,040	3,487
营业利润	0	0	0	0	0	0	无形资产	8,348	8,581	9,580	9,705	9,831	9,959
财务成本净额	12	-79	18	22	20	0	采用权益法入账的投资	1,128	1,379	1,430	1,430	1,458	1,488
税前利润	875	-117	1,854	2,210	2,947	3,664	按公允价值计量且其变动计入损益的投资	828	758	1,039	1,060	1,081	1,103
所得税	-161	-46	-288	-384	-491	-563	其他非流动资产	2,465	2,334	2,272	4,981	5,616	6,413
税后利润	714	-164	1,566	1,826	2,456	3,101	非流动资产合计	14,133	14,651	16,817	19,763	21,028	22,449
少数股东权益	-10	-18	11	1	5	5	总资产合计	21,506	25,035	31,717	42,161	55,040	64,880
归母净利润	723	-146	1,554	1,825	2,451	3,096	交易用户预付款项	2,207	2,522	4,131	4,577	8,437	9,456
经调整净利润	1,305	647	2,199	2,676	3,288	3,992	其他应付款项及应计费用	2,289	3,040	4,939	9,506	10,997	12,325
							递延收入	20	443	2,540	2,540	2,490	2,440
							其他流动负债	196	112	277	279	282	285
							流动负债合计	4,711	6,117	11,887	16,903	22,206	24,506
							借款	94	1,858	11	11	-79	-169
							其他应付款项	764	327	75	518	608	697
							递延所得税负债	497	605	745	1,080	1,269	1,456
							其他非流动性负债	182	137	453	465	478	492
							非流动负债合计	1,536	2,928	1,283	2,074	2,277	2,476
							负债合计	6,248	9,044	13,170	18,977	24,483	26,981
							股本	8	8	8	8	8	8
							股本溢价	19,571	19,877	20,116	20,377	20,642	20,910
							储备及其他资本项目	-4,320	-3,894	-1,577	2,800	9,908	16,980
							所有者权益合计	15,259	15,990	18,546	23,185	30,558	37,898
							负债及权益合计	21,506	25,035	31,717	42,161	55,040	64,880
现金流量简表							现金流量简表						
(百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	(百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/E(x)*	21.4	43.2	12.7	10.5	8.5	7.0	税前利润	875	-117	1,854	2,210	2,947	3,664
P/B(x)	1.8	1.7	1.5	1.2	0.9	0.7	财务费用	-26	-137	-157	-183	-170	0
Dividend yield(%)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	折旧及摊销	846	863	911	960	1,000	1,039
Gross margin(%)	75%	73%	73%	65%	65%	66%	所得税	35	-50	131	-18	278	331
Net margin(%)	10%	-2%	13%	11%	12%	13%	营运资金变动	202	-1,001	582	2,929	4,287	958
SG&A/sales(%)	66%	75%	59%	53%	51%	51%	经营活动现金流	1,838	302	4,003	6,525	9,028	6,567
ROE(%)	5%	-1%	8%	8%	8%	8%	投资活动现金流	-1,563	-397	-1,762	282	616	611
ROA(%)	3%	-1%	5%	4%	4%	5%	融资活动现金流	-20	1,535	-592	-495	-458	-477
Asset to equity ratio	141%	157%	171%	182%	180%	171%	期初现金	255	1,441	1,649	6,311	9,186	6,701
							期末现金	2,046	3,547	5,192	11,504	20,689	27,390

数据来源：公司公告、安信国际预测 (P/E 计算基于调整后净利润)

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或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盘买卖,(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