

# 同程旅行 (00780.HK)

## 二季度经调净利润增长 11%，下半年有望兼顾收入与效益发展

优于大市

### 核心观点

**2024 年二季度经调整净利润增速环比持平，OTA 业务利润率降幅收窄。** 2024Q2 公司实现收入 42.4 亿元、归母净利润 4.3 亿元、经调整净利润 6.6 亿元，同比分别增长 48.1%/19.3%/10.9%，此前 Q1 增速为 49.5%/5.6%/10.9%，其中归母净利润与经调整增速差异主要来自汇兑损失变化。其中：1) OTA 平台收入实现 35.3 亿元，同比增长 23.0%；OTA 平台经营利润率为 24.3%，同比下降 2.2pct，较 Q1 的-3.7pct 收窄。2) 度假业务实现 7.2 亿元，主要系去年 12 月并表的线下旅行社及景区运营，二季度相对淡季经营利润率 0.1%。

**结构性影响带来 GMV 增速平稳，人均消费金额有所提升。** 2024Q2 平台 GMV 为 623 亿元，同比增长 4.4%，环比 Q1 的 15.2%有所收窄，预计主要系行业机票票价与酒店房价回落，以及地面交通部分份额回落扰动。其中，公司占比更高的中低星酒店相比行业仍然呈现出价格韧性；而下沉市场在线化渗透率提升与公司份额提振推动核心业务量增，Q2 机票票量同比增长近 20%，酒店间夜量同比增长 10%。2024Q2 平台月付费用户同比增长 0.7%，年用户购买频次从 2023 年同期的 6.6 次提升至 8.1 次，交叉销售率提升至 12%。

**灵活收缩补贴变现率改善，短期有望兼顾收入增长与效益发展。** 基于国内旅游的常态化增长，公司在佣金补贴更为节制且精细化。一方面 Q2 佣金率（收入/GMV）同比/环比各提升 2.0/0.9pct，Q2 交通与住宿业务收入同比各增长 16.6%、12.8%，结合量价增长预计住宿佣金率改善良好，目前消费环境下预计公司仍将维持动态调整的补贴。另一方面，公司积极改善营销投放效果，Q2 OTA 主业经营利润率较 Q1 降幅收窄。新业务端，国际业务从去年下半年开始加大投放、并在 Q1 显著拖累利润率后，目前处于低基数快速扩张中（Q2 国际机票票量/国际间夜量增长超 160%/近 140%），有望通过收益管理强化减少短期扰动，公司公开交流会预计中线利润率有望高于国内。流量端，目前微信流量仍然贡献基本盘，7 月底公司与腾讯协议重签落地，增长相对可控；同时公司把更高频、高客单的 APP 流量也作为重点培育的增量渠道。

**风险提示：** 出行复苏不及预期，行业竞争加剧，新业务拖累加大。

**投资建议：** 考虑目前行业量价趋势，我们下调公司 2024-2026 年经调净利润为 26.2/30.9/35.8 亿元(此前为 27.4/33.9/40.8 亿元)，动态 PE 为 11/9/8x，已经一定程度上反映了行业增速与利润率担忧。我们认为公司核心主业仍然受益于下沉市场线上渗透提升，机票与酒店票量增势好于行业，同时中低星酒店价格呈现相对韧性。目前行业环境下补贴节制且精细化，兼顾收入和效益和谐发展，有望推动下半年利润率企稳回升，维持“优于大市”评级。

### 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	14,390	16,741	19,207
(+/-%)	-12.6%	80.7%	21.0%	16.3%	14.7%
经调整净利润(百万元)	646	2199	2623	3091	3582
(+/-%)	—	240.3%	19.3%	17.8%	15.9%
每股收益(元)	0.28	0.95	1.16	1.37	1.59
EBIT Margin	63.0%	67.5%	10.1%	9.7%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	-0.9%	8.8%	9.9%	10.6%	11.0%
市盈率 (PE)	45.8	13.5	11.0	9.3	8.0
EV/EBITDA	8.3	5.1	25.8	24.7	20.9
市净率 (PB)	1.88	1.67	1.46	1.31	1.16

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

### 公司研究·财报点评

#### 社会服务·旅游及景区

<b>证券分析师：曾光</b> 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	<b>证券分析师：钟潇</b> 0755-82132098 zhongxiaoyao@guosen.com.cn S0980513100003
<b>证券分析师：张鲁</b> 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	<b>证券分析师：杨玉莹</b> yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.90 港元
总市值/流通市值	32318/32318 百万港元
52 周最高价/最低价	22.34/12.38 港元
近 3 个月日均成交额	145.84 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

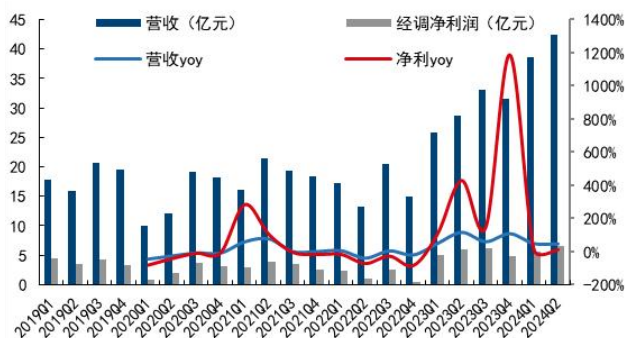
#### 相关研究报告

- 《同程旅行 (00780.HK) - 下沉市场变现能力强化，出境游投放加码》——2024-05-23
- 《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

**2024 年二季度经调整净利润增速环比持平，OTA 业务利润率降幅收窄。**2024Q2 公司实现收入 42.4 亿元、归母净利润 4.3 亿元、经调整净利润 6.6 亿元，同比分别增长 48.1%/19.3%/10.9%，此前 Q1 增速为 49.5%/5.6%/10.9%，其中归母净利润与经调整增速差异主要来自汇兑损失变化。其中：1)OTA 平台收入实现 35.3 亿元，同比增长 23.0%；OTA 平台经营利润率为 24.3%，同比下降 2.2pct，较 Q1 的-3.7pct 收窄。2)度假业务实现 7.2 亿元，主要系去年 12 月并表的线下旅行社及景区运营，二季度相对淡季经营利润率 0.1%。

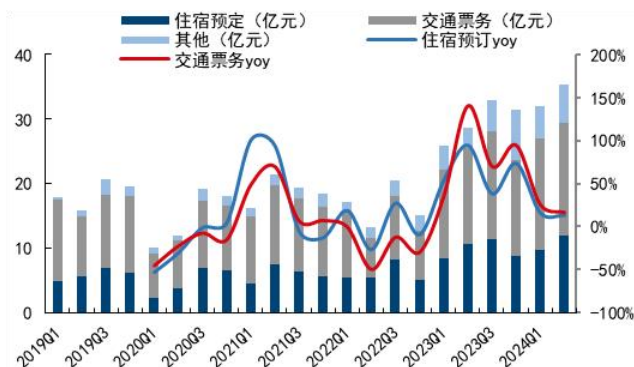
**结构性影响带来 GMV 增速平稳，人均消费金额有所提升。**2024Q2 平台 GMV 为 623 亿元，同比增长 4.4%，环比 Q1 的 15.2%有所收窄，预计主要系行业机票票价与酒店房价回落，以及地面交通部分份额回落扰动。其中，公司占比更高的中低星酒店相比行业仍然呈现出价格韧性；而下沉市场在线化渗透率提升与公司份额提振推动核心业务量增，Q2 机票票量同比增长近 20%，酒店间夜量同比增长 10%。2024Q2 平台月付费用户同比增长 0.7%，年用户购买频次从 2023 年同期的 6.6 次提升至 8.1 次，交叉销售率提升至 12%。

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

**灵活收缩补贴变现率改善，短期兼顾收入增长与效益发展。**基于国内旅游的常态化增长，公司在佣金补贴更为节制且精细化。一方面 Q2 佣金率（收入/GMV）同比/环比各提升 2.0/0.9pct，Q2 交通与住宿业务收入同比各增长 16.6%、12.8%，结合量价增长预计住宿佣金率改善良好，目前消费环境下预计公司仍将维持动态调整的补贴。另一方面，公司积极改善营销投放效果，Q2 OTA 主业经营利润率较 Q1 降幅收窄。新业务端，国际业务从去年下半年开始加大投放、并在 Q1 显著拖累利润率后，目前处于低基数快速扩张中（Q2 国际机票票量/国际间夜量增长超 160%/近 140%），有望通过收益管理强化减少短期扰动，公司公开交流会预计中线利润率有望高于国内。流量端，目前微信流量仍然贡献基本盘，7 月底公司与腾讯协议重签落定，增长相对可控；同时公司把更高频、高客单 APP 流量也作为重点培育的增量渠道。

**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：**考虑目前行业量价趋势，我们下调公司 2024-2026 年经调净利润为 26.2/30.9/35.8 亿元（此前为 27.4/33.9/40.8 亿元），动态 PE 为 11/9/8x，已经一定程度上反映了行业增速担忧与利润率情况。我们认为公司核心主业仍然受益于下沉市场线上渗透提升，机票与酒店票量增势好于行业，同时中低星酒店价格呈现相对韧性。目前行业环境下补贴节制且精细化，兼顾收入和效益和谐发展，有望推动下半年利润率企稳回升，维持“优于大市”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
		2024-8-21	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
0780.HK	同程旅行	296	13	1.0	1.2	1.4	1.6	13	11	9	优于大市	
9961.HK	携程集团-s	2,072	303	19.1	22.6	27.3	32.2	16	13	11	优于大市	

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	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3547	5192	24775	28483	30211	营业收入	6585	11896	14390	16741	19207
应收款项	3586	5588	3745	4128	4736	营业成本	1807	3158	4924	5844	6742
存货净额	0	1	64	76	88	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	88	145	144	167	192	销售费用	(9)	27	4820	5641	6404
<b>流动资产合计</b>	<b>10384</b>	<b>14900</b>	<b>32701</b>	<b>37622</b>	<b>40949</b>	管理费用	640	679	3196	3628	3988
固定资产	1598	2495	2364	2174	1976	财务费用	0	0	(241)	(531)	(586)
无形资产及其他	8677	10008	9519	9031	8542	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	394	1161	1161	1161	1161	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	3981	3153	3353	3403	3453	其他收入	(4469)	(6224)	589	589	589
<b>资产总计</b>	<b>25035</b>	<b>31717</b>	<b>49097</b>	<b>53390</b>	<b>56080</b>	营业利润	(322)	1808	2280	2748	3248
短期借款及交易性金融负债	443	2540	30	20	20	营业外净收支	205	45	100	100	100
应付款项	2676	4330	6359	4565	1059	利润总额	(117)	1854	2380	2848	3348
其他流动负债	2998	5017	20503	24180	27600	所得税费用	46	288	428	513	603
<b>流动负债合计</b>	<b>6117</b>	<b>11887</b>	<b>26892</b>	<b>28765</b>	<b>28679</b>	少数股东损益	(18)	11	15	18	21
长期借款及应付债券	1858	11	11	11	11	归属于母公司净利润	(146)	1554	1937	2318	2725
其他长期负债	1070	1272	1696	1781	1811	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2928</b>	<b>1283</b>	<b>1707</b>	<b>1792</b>	<b>1822</b>	净利润	(146)	1554	1937	2318	2725
<b>负债合计</b>	<b>9044</b>	<b>13170</b>	<b>28599</b>	<b>30556</b>	<b>30501</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	258	844	858	876	896	折旧摊销	840	911	870	879	886
股东权益	15732	17703	19640	21958	24683	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25035</b>	<b>31717</b>	<b>49097</b>	<b>53390</b>	<b>56080</b>	财务费用	0	0	(241)	(531)	(586)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(1223)	1049	19720	1549	(700)
每股收益	(0.06)	0.67	0.86	1.03	1.21	其它	(18)	11	15	18	21
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(546)	3526	22542	4763	2931
每股净资产	6.77	7.61	8.71	9.74	10.94	资本开支	0	(1129)	(250)	(200)	(200)
ROIC	52%	46%	26%	-29%	-30%	其它投资现金流	180	(810)	0	(795)	(954)
ROE	-1%	9%	10%	11%	11%	投资活动现金流	166	(1111)	(450)	(1045)	(1204)
毛利率	73%	73%	66%	65%	65%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	63%	68%	10%	10%	11%	负债净变化	1764	(1847)	0	0	0
EBITDA Margin	76%	75%	16%	15%	15%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-13%	81%	21%	16%	15%	其它融资现金流	(1647)	2925	(2510)	(10)	0
净利润增长率	—	-1164%	25%	20%	18%	融资活动现金流	1881	(769)	(2510)	(10)	0
资产负债率	37%	44%	60%	59%	56%	现金净变动	1501	1645	19582	3708	1728
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2046	3547	5192	24775	28483
P/E	45.8	13.5	11.0	9.3	8.0	货币资金的期末余额	3547	5192	24775	28483	30211
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	0	7615	21530	3563	1687
EV/EBITDA	8	5	26	25	21	权益自由现金流	0	8693	19217	3988	2167

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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所提及的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