

主业彰显较强韧性，运营能力提升支撑增长

2024 年 08 月 22 日

► **公司 Q2 业绩整体符合预期。** 24Q2 实现收入 42.5 亿元，同比增长 48.1%，创下单季度收入规模历史新高；实现经调整净利润为 6.6 亿元，同比增长 10.9%；经调整净利润率为 15.5%，同比-5.2pct；实现毛利润为 27.4 亿元，同比增长 26.9%；毛利率为 64.6%，同比-10.8pct；归母净利润为 43.4 亿元，同比增长 21.9%。经调和归母利润的差异主要受到 24Q2 汇兑亏损净额大幅低于 23Q2 所致。

► **分业务来看，核心 OTA 板块维持了较强的增长韧性。** 24Q2 交通业务实现收入 17.4 亿元，同比增长 16.6%。其中，机票销量同比增长近 20%，表现优于行业。住宿业务收入达 11.9 亿元，同比增长 12.8%。其中，酒店间夜量同比稳步增长 10%，说明公司交叉销售的策略成效逐渐显现。国际业务维持高增，机票/酒店分别同比增长 160%/140%，反映了国际业务的进展。其他业务实现收入 5.9 亿元，同比增长 87.3%。其中主要贡献来自于广告及黑鲸会员业务，以及酒店业务增长；其中酒店分布运营酒店数约 1900 家（24Q1 为 1600 余家），超过 1000 家正在筹建，从门店增速看，亦处于龙头酒店集团中较为领先的位置。

► **付费用户数量总体稳定，客户消费频次/货币化率支撑增长。** 截至 24Q2，同程过去一年付费用户数量达到 2.3 亿人，人均消费频次从上一年度同期的 6.6 次提升至 8.1 次，服务人次达到 18.6 亿，同比增长 29.9%；实现 GMV 6230 亿元，同比增速达 4.4%，平均月付费用户数达 4250 万人，同比增长 0.7%。结合 GMV 增速高于 MPU 增速来看，公司通过整合营销、交叉销售的策略提升 ARPU 的逻辑得到验证，付费用户的消费频次提升支撑了 GMV 的增长；同时 OTA 业务营收增长高于 GMV 增长亦反映了货币化率提升的积极成效。

► **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。考虑到付费用户数增速趋缓，我们下调公司的盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 20.08 亿元、23.07 亿元及 25.67 亿元，对应 PE 分别为 14x/13x/11x，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。

推荐

维持评级

当前价格：

13.38 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

相关研究

- 1.同程旅行 (0780.HK) 2024 年一季报点评：付费用户及服务人次稳步增长，旅游行业高景气催化下成长空间大-2024/05/23
- 2.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
- 3.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
- 4.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

盈利预测与财务指标

| 单位 / 百万人民币 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 11,896 | 17,028 | 19,857 | 22,528 |
| 增长率(%) | 80.7 | 43.1 | 16.6 | 13.4 |
| 净利润 | 1,554 | 2,008 | 2,307 | 2,567 |
| 增长率(%) | 1164.4 | 29.2 | 14.9 | 11.3 |
| EPS | 0.67 | 0.86 | 0.99 | 1.10 |
| P/E | 19 | 14 | 13 | 11 |
| P/B | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 22 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB）

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 | 19,710 | 22,558 | 27,309 |
| 现金及现金等价物 | 5,192 | 7,468 | 9,397 | 12,622 |
| 应收账款及票据 | 1,218 | 1,869 | 1,798 | 2,445 |
| 存货 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 8,488 | 10,372 | 11,364 | 12,242 |
| 非流动资产合计 | 16,817 | 18,837 | 20,715 | 22,462 |
| 固定资产 | 2,495 | 3,286 | 4,021 | 4,704 |
| 商誉及无形资产 | 10,008 | 11,238 | 12,381 | 13,444 |
| 其他 | 4,314 | 4,314 | 4,314 | 4,314 |
| 资产合计 | 31,717 | 38,546 | 43,273 | 49,771 |
| 流动负债合计 | 11,887 | 16,694 | 19,098 | 23,010 |
| 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 | 8,792 | 9,891 |
| 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 | 20,381 | 24,293 |
| 普通股股本 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 储备 | 17,726 | 19,733 | 22,040 | 24,607 |
| 归属母公司股东权益 | 17,703 | 19,711 | 22,017 | 24,584 |
| 少数股东权益 | 844 | 858 | 875 | 894 |
| 股东权益合计 | 18,546 | 20,569 | 22,892 | 25,478 |
| 负债和股东权益合计 | 31,717 | 38,546 | 43,273 | 49,771 |

| 现金流量表 (百万人民币) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 4,003 | 4,442 | 4,005 | 5,316 |
| 净利润 | 1,554 | 2,008 | 2,307 | 2,567 |
| 少数股东权益 | 11 | 15 | 17 | 19 |
| 折旧摊销 | 911 | 980 | 1,122 | 1,253 |
| 营运资金变动及其他 | 1,527 | 1,439 | 559 | 1,478 |
| 投资活动现金流 | -1,762 | -3,033 | -3,033 | -3,033 |
| 资本支出 | -974 | -3,000 | -3,000 | -3,000 |
| 其他投资 | -788 | -33 | -33 | -33 |
| 筹资活动现金流 | -592 | 868 | 957 | 943 |
| 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 | -184 | -252 | -326 |
| 现金净增加额 | 1,645 | 2,276 | 1,928 | 3,226 |

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 | 19,857 | 22,528 |
| 其他收入 | 7 | 142 | 142 | 142 |
| 营业成本 | 3,158 | 4,329 | 4,957 | 5,605 |
| 销售费用 | 4,473 | 6,641 | 7,744 | 8,786 |
| 管理费用 | 711 | 1,107 | 1,271 | 1,419 |
| 研发费用 | 1,821 | 2,725 | 3,336 | 3,875 |
| 财务费用 | -16 | -76 | -122 | -144 |
| 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 | 2,395 | 2,751 | 3,061 |
| 所得税 | 288 | 372 | 428 | 476 |
| 净利润 | 1,566 | 2,023 | 2,323 | 2,586 |
| 少数股东损益 | 11 | 15 | 17 | 19 |
| 归属母公司净利润 | 1,554 | 2,008 | 2,307 | 2,567 |
| EBIT | 1,838 | 2,319 | 2,629 | 2,918 |
| EBITDA | 2,749 | 3,299 | 3,751 | 4,171 |
| EPS (元) | 0.67 | 0.86 | 0.99 | 1.10 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力(%) | | | | |
| 营业收入 | 80.67 | 43.14 | 16.61 | 13.45 |
| 归属母公司净利润 | 1164.41 | 29.20 | 14.87 | 11.28 |
| 盈利能力(%) | | | | |
| 毛利率 | 73.45 | 74.58 | 75.04 | 75.12 |
| 净利率 | 13.06 | 11.79 | 11.62 | 11.39 |
| ROE | 8.78 | 10.19 | 10.48 | 10.44 |
| ROIC | 7.36 | 8.10 | 8.02 | 7.81 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 41.52 | 46.64 | 47.10 | 48.81 |
| 净负债比率(%) | -14.24 | -18.79 | -20.03 | -25.68 |
| 流动比率 | 1.25 | 1.18 | 1.18 | 1.19 |
| 速动比率 | 0.91 | 0.93 | 0.96 | 1.00 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.48 | 0.49 | 0.48 |
| 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 | 0.67 | 0.86 | 0.99 | 1.10 |
| 每股经营现金流 | 1.72 | 1.91 | 1.72 | 2.29 |
| 每股净资产 | 7.61 | 8.48 | 9.47 | 10.57 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19 | 14 | 13 | 11 |
| P/B | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 8.81 | 7.34 | 6.45 | 5.80 |

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