

互联网	收盘价 港元 13.12	目标价 港元 23.00↓	潜在涨幅 +75.3%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月21日

同程旅行 (780 HK)

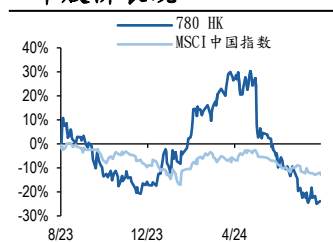
核心 OTA 收入增~20%，收入虽有下调，但下半年利润率将改善

- 2024年2季度业绩：**收入42亿元（人民币，下同），同比增48%，与我们/彭博市场预期基本一致。其中，核心OTA业务收入增23%（交通/住宿+13%/17%），度假业务收入7.2亿元。调整后净利润6.6亿元，同比增11%，高于我们/彭博市场预期5%/4%，对应净利率15%，较去年同期的21%有所下降，因度假业务利润率较低及出境业务投入拖累。调整后营销费用同比增35%，主要由于营销活动增加，但占收比环比稳定在35%。
- 业绩要点：**1) GMV同比增4%，增速低于收入，因去年高基数和变现率提升，APU增5%至2.28亿。2) **交通：**机票业务季度收入创新高，票量同比增近20%，海外业务扩张战略下国际票量增160%+。3) **住宿：**内地酒店间夜量同比增10%，得益于持续探索场景及交叉销售率提升，行业ADR整体承压下公司ADR相对有韧性。国际间夜量同比增近140%，由于供应链网络扩张及产品结构优化。4) 其他收入同比增87%，酒管业务快速扩大覆盖，截至6月底艺龙科技平台运营酒店数1900+，较3月增约300家。
- 展望：**基于行业需求端增长不及预期，我们下调3季度及全年收入增长预期。预计3季度OTA收入同比增19%，较2季度有所放缓。预计全年OTA收入增长21%，其中酒店间夜量增速10-15%，货币化率因补贴更为谨慎而有所提升，交通收入主要受到机票市占率扩张带动。考虑公司战略调整，放弃低ROI渠道投放、提高人员成本控制、出境业务提升货币化率和投放ROI，预计下半年OTA业务运营利润率恢复同比增长，预计全年OTA运营利润率同比稳定在25%。
- 估值：**我们下调2024年收入/利润预期4%/4%，目标价从25港元下调至23港元，基于2024年18倍市盈率不变。公司核心OTA业务同比增速虽有所放缓，仍在接近20%的区间，在当前市场环境下公司也将聚焦收入增长和利润率的平衡，预计下半年核心业务利润率呈恢复趋势，现价对应2024年市盈率仅10倍，维持**买入**。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	22.30
52周低位 (港元)	12.70
市值 (百万港元)	30,504.00
日均成交量 (百万)	10.43
年初至今变化 (%)	(9.14)
200天平均价 (港元)	17.80

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	6,585	11,896	17,061	19,789	22,355
同比增长 (%)	-12.6	80.7	43.4	16.0	13.0
净利润 (百万人民币)	646	2,199	2,763	3,371	3,797
每股盈利 (人民币)	0.29	0.98	1.22	1.48	1.66
同比增长 (%)	-50.9	236.7	24.7	20.9	12.4
前EPS预测值 (人民币)			1.27	1.51	1.68
调整幅度 (%)			-4.0	-2.5	-1.3
市盈率 (倍)	41.4	12.3	9.8	8.1	7.2
每股账面净值 (人民币)	7.08	7.88	8.69	10.00	11.75
市账率 (倍)	1.70	1.53	1.38	1.20	1.02
股息率 (%)		0.0			

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年 2 季度业绩概览

(百万人民币)	2Q23	1Q24	2Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
收入								
核心 OTA	2,866	3,203	3,526	10	23	3,571	-1	
住宿预定	1,055	965	1,191	23	13	1,218	-2	内地/国际酒店间夜量增 10%/近 140%
交通票务	1,495	1,737	1,743	0	17	1,753	-1	机票票量同比增近 20%，国际票量增 160%+
其他	316	502	592	18	87	601	-1	
度假		663	719			700	3	
总收入	2,866	3,866	4,245	10	48	4,271	-1	
<i>市场预期</i>			<u>4,260</u>			4,298		
收入成本	(703)	(1,351)	(1,501)	11	113	(1,571)	-4	
毛利	2,163	2,515	2,744	9	27	2,700	2	
毛利润率 (%)	75.5	65.0	64.6			63.2		
运营费用								
服务开发	(428)	(487)	(494)	2	16	(557)	-11	
销售及营销	(1,108)	(1,368)	(1,502)	10	36	(1,455)	3	市场恢复下营销活动增加
行政	(208)	(265)	(272)	3	31	(233)	17	
其他	(3)	61	41	-32	-1,724	25	61	
运营利润	417	455	517	14	24	481	8	
调整后运营利润	542	530	620	17	14	587	6	
调整后运营利润率 (%)	18.9	13.7	14.6			13.7		
<i>调整后运营费用占收入比 (%)</i>								
服务开发	14	12	11			12		
销售及营销	38	35	35			34		
行政	5	5	5			4		
归母净利润	356	397	434	9	22	399	9	
调整后净利润	592	558	657	18	11	627	5	
<i>市场预期</i>			<u>633</u>			651		
调整后净利润率 (%)	20.7	14.4	15.5			14.7		

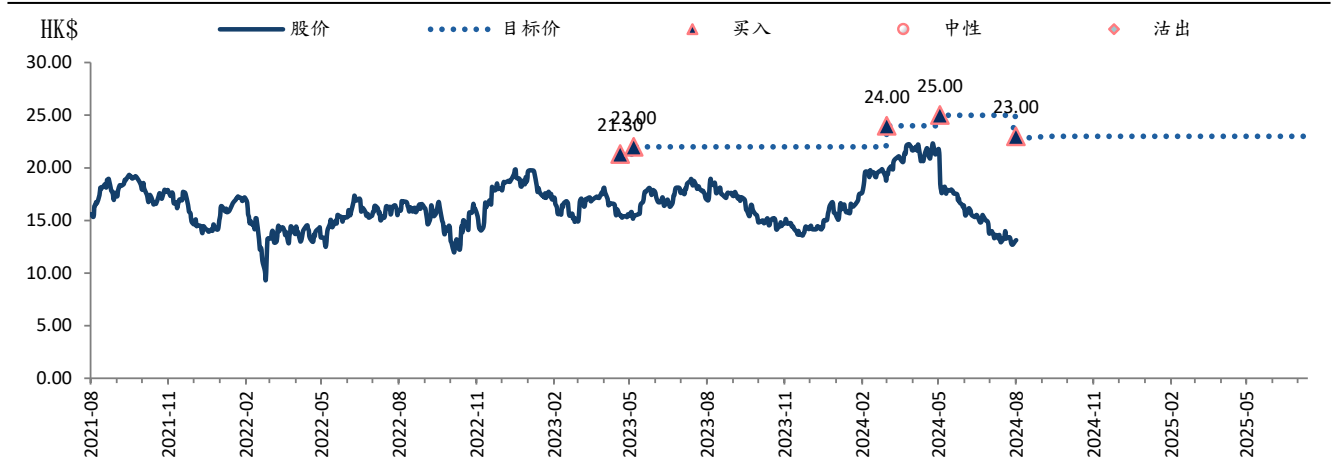
资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 2024 年 3 季度业绩预测

(百万人民币)	3Q23	2Q24	3Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
收入									
核心 OTA	3,299	3,526	3,921	11	19	11,896	14,078	16,359	18,411
住宿预定服务	1,127	1,191	1,337	12	19	3,900	4,519	5,134	5,696
交通票务服务	1,680	1,743	1,969	13	17	6,030	7,145	8,207	9,244
其他	492	592	615	4	25	1,967	2,415	3,018	3,471
度假		719	900				2,982	3,430	3,944
总收入	3,299	4,245	4,821	14	46	11,896	17,061	19,789	22,355
<i>市场预期</i>			<u>5,058</u>				<u>17,584</u>	<u>20,895</u>	<u>24,298</u>
收入成本	(840)	(1,501)	(1,830)	22	118	(3,158)	(5,958)	(6,819)	(8,002)
毛利润	2,460	2,744	2,991	9	22	8,738	11,103	12,970	14,354
毛利润率 (%)	75	65	62			73	65	66	64
运营费用									
服务开发开支	(466)	(494)	(531)	7	14	(1,821)	(2,048)	(2,410)	(2,739)
销售及营销开支	(1,272)	(1,502)	(1,517)	1	19	(4,473)	(5,844)	(6,661)	(7,498)
行政开支	(197)	(272)	(257)	-6	31	(711)	(1,055)	(1,071)	(858)
其他	74	41	48	17	-35	136	199	207	206
运营利润	599	517	734	42	23	1,869	2,355	3,035	3,464
调整后运营利润	608	620	827	33	36	2,187	2,706	3,419	3,911
调整后运营利润率 (%)	18	15	17			18	16	17	17
调整后运营费用占收入比 (%)									
服务开发	14	11	10			15	11	11	11
销售及营销	38	35	31			37	34	33	33
行政	5	5	4			4	5	4	3
归母净利润	510	434	635	47	25	1,554	2,029	2,626	2,990
调整后净利润	621	657	816	24	32	2,199	2,763	3,371	3,797
<i>市场预期</i>			<u>775</u>				<u>2,471</u>	<u>3,013</u>	<u>3,739</u>
调整后净利润率 (%)	18.8	15.5	16.9			18.5	16.2	17.0	17.0

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 同程 (780 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	87.98	129.00	46.6%	2024年07月17日	广告
1024 HK	快手	买入	44.40	54.00	21.6%	2024年08月21日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.38	14.00	34.9%	2024年08月14日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.06	4.20	37.3%	2024年07月22日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.95	20.00	43.4%	2024年07月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	93.75	120.00	28.0%	2024年06月04日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.81	5.90	-13.4%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.45	33.00	-4.2%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	23.70	29.00	22.4%	2024年02月21日	文娱内容
JD US	京东	买入	28.19	41.00	45.4%	2024年08月16日	电商
PDD US	拼多多	买入	144.22	213.00	47.7%	2024年05月23日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	81.04	111.00	37.0%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.90	13.40	22.9%	2024年06月26日	电商
GOTU US	高途	买入	4.22	7.50	77.7%	2024年08月08日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.58	13.80	60.8%	2024年08月02日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	53.85	80.00	48.6%	2024年08月01日	教育
DAO US	有道	买入	3.47	5.00	44.1%	2024年05月24日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	370.40	486.00	31.2%	2024年08月15日	游戏
NTES US	网易	买入	90.22	117.00	29.7%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.55	30.00	46.0%	2024年05月22日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.64	15.00	41.0%	2024年03月28日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.66	24.00	35.9%	2024年08月12日	本地生活
3690 HK	美团	买入	108.10	129.00	19.3%	2024年06月07日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.74	11.30	16.0%	2024年08月16日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.66	13.50	26.6%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.32	1.70	28.8%	2024年07月19日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.20	30.00	41.5%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.70	14.00	30.8%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.12	23.00	75.3%	2024年08月21日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	330.40	509.00	54.1%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *收盘价截至 2024 年 8 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	6,585	11,896	17,061	19,789	22,355
主营业务成本	(1,807)	(3,158)	(5,958)	(6,819)	(8,002)
毛利	4,778	8,738	11,103	12,970	14,354
销售及管理费用	(3,502)	(5,184)	(6,899)	(7,731)	(8,356)
研发费用	(1,414)	(1,821)	(2,048)	(2,410)	(2,739)
其他经营净收入/费用	114	136	199	207	206
经营利润	(24)	1,869	2,355	3,035	3,464
Non-GAAP标准下的经营利润	428	2,187	2,706	3,419	3,911
财务成本净额	(79)	18	39	60	60
应占联营公司利润及亏损	(14)	(33)	1	(20)	(20)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	(117)	1,854	2,394	3,075	3,504
税费	(46)	(288)	(372)	(461)	(526)
非控股权益	18	(11)	7	12	12
净利润	(146)	1,554	2,029	2,626	2,990
作每股收益计算的净利润	(146)	1,554	2,029	2,626	2,990
Non-GAAP标准的净利润	646	2,199	2,763	3,371	3,797

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,547	5,192	10,689	13,639	18,281
有价证券	3,163	3,948	4,030	4,116	4,206
应收账款及票据	888	1,218	2,521	1,816	3,084
开发中物业及土地预付款	2,697	4,370	5,801	5,739	6,707
其他流动资产	88	171	209	242	273
总流动资产	10,384	14,900	23,249	25,552	32,551
物业、厂房及设备	1,598	2,495	2,972	3,403	3,837
其他有形资产	111	589	619	650	682
无形资产	8,581	9,580	9,074	9,464	9,901
合资企业/联营公司投资	3,981	3,153	3,311	3,476	3,650
其他长期资产	379	999	653	571	826
总长期资产	14,651	16,817	16,629	17,563	18,896
总资产	25,035	31,717	39,878	43,115	51,447
短期贷款	443	2,540	2,413	2,292	2,178
应付账款	5,562	9,070	14,580	14,352	18,333
其他短期负债	112	277	381	437	491
总流动负债	6,117	11,887	17,374	17,082	21,001
长期贷款	1,858	11	10	10	9
长期应付账款	932	819	1,557	1,905	2,263
其他长期负债	137	453	441	464	487
总长期负债	2,928	1,283	2,009	2,378	2,760
总负债	9,045	13,170	19,383	19,460	23,761
股本	8	8	8	8	8
储备及其他资本项目	15,724	17,695	19,651	22,822	26,865
股东权益	15,732	17,703	19,659	22,830	26,873
非控股权益	258	844	837	825	813
总权益	15,990	18,546	20,495	23,655	27,686

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(117)	1,854	2,394	3,075	3,504
合资企业/联营公司收入调整	14	33	(1)	20	20
折旧及摊销	840	911	821	1,004	1,133
营运资本变动	(1,001)	911	3,812	688	1,918
利息调整	79	(18)	(39)	(60)	(60)
税费	(46)	(288)	(372)	(461)	(526)
其他经营活动现金流	533	601	701	825	952
经营活动现金流	302	4,003	7,317	5,091	6,942
资本开支	(397)	(1,109)	(717)	(783)	(833)
投资活动	(799)	(1,316)	(1,001)	(1,241)	(1,382)
其他投资活动现金流	799	663	(63)	(33)	(31)
投资活动现金流	(397)	(1,762)	(1,781)	(2,057)	(2,246)
负债净变动	1,993	720	(128)	(121)	(115)
权益净变动	100	57	87	38	61
股息	NA	(2)	NA	NA	NA
其他融资活动现金流	(558)	(1,367)	0	0	0
融资活动现金流	1,535	(592)	(40)	(83)	(54)
汇率收益/损失	61	(4)	0	0	0
年初现金	2,046	3,547	5,192	10,689	13,639
年末现金	3,547	5,192	10,689	13,639	18,281

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.070)	0.690	0.897	1.151	1.308
全面摊薄每股收益	(0.066)	0.692	0.897	1.151	1.308
Non-GAAP标准下的每股收益	0.291	0.979	1.221	1.477	1.660
每股股息	NA	0.001	NA	NA	NA
每股账面值	7.080	7.882	8.691	10.005	11.751
利润率分析(%)					
毛利率	72.6	73.5	65.1	65.5	64.2
EBIT利润率	(0.4)	15.7	13.8	15.3	15.5
净利率	(2.2)	13.1	11.9	13.3	13.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	72.6	73.5	65.1	65.5	64.2
经营利润率	6.5	18.4	15.9	17.3	17.5
净利率	9.8	18.5	16.2	17.0	17.0
盈利能力(%)					
ROA	(0.6)	5.5	5.7	6.3	6.3
ROE	(0.9)	9.3	10.9	12.4	12.0
ROIC	(0.2)	8.2	9.4	10.9	10.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	1.3	1.3	1.5	1.5
应收账款周转天数	43.2	32.3	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	477.6	384.5	420.0	500.0	500.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月21日
同程旅行 (780 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。