

2024年11月20日

同程旅行(0780.HK)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

核心 OTA 利润率提升显著；上调目标价

同程旅行3季度核心 OTA 利润率同比提升6个点至31%，带动公司整体经调整净利润率超我们/市场预期14%/11%。整体变现率提升、用户平均年度花费增长趋势有望延续，我们维持2024年全年收入预测，预计2025年核心 OTA 收入增速18%，利润率有望同比改善。我们给予14倍2025年市盈率，上调目标价至22.5港元。

报告摘要

核心 OTA 业务盈利能力提升，带动公司整体净利润超预期：3季度总收入50亿元，同比/环比增51%/18%，略超我们及市场预期3%。核心 OTA 业务收入同比增22%，其中住宿预订/交通票务同比增22%/21%至13.8亿元/17.7亿元。度假业务贡献收入增量9.8亿元，贡献总收入的20% (vs. 2Q24 为17%)。核心 OTA 业务经营利润12.5亿元，同比/环比增50%/46%，经营利润率31%，同比/环比改善6个/7个百分点。核心 OTA 业务盈利能力改善，带动公司整体经调整净利润创新高，达9.1亿元，超我们/市场预期14%/11%，同比增47%，经调整净利润率18.2%，延续2季度的回升趋势。

经营数据亮点：1) **住宿预订：**ADR 同比降幅<5%，整体间夜量在高基数下维持同比增长，受益于供给持续丰富及交叉销售策略，15天交叉销售率同比提升2个百分点至12%。2) **交通票务：**整体机票预订量同比增20%，对比民航整体/国内客运量同比增12%/8%，同时增值服务需求增长。3) **国际业务：**国际机票预订量同比增超110%，酒店间夜量同比增超130%。

用户花费增长及整体变现能力提升趋势有望延续：3季度GMV同比增2%，整体变现率提升至6.9% (vs. 3Q23/2Q24 为4.6%/6.8%)。APU/MPU 同比增3%/5%至2.3亿/4,640万；APU 年度花费为1,095元，同比增15%；黑鲸会员累计数超7,800万，同比/环比净增3,800万/1,300万，黑鲸会员支出约为普通用户的2.7倍。此外，公司加大独立App生态建设，国庆前日活用户突破300万，独立App用户粘性及生命周期价值或高于微信用户。

财务预测及估值：我们预计4季度核心 OTA 收入同比增21%，预计度假业务季节性环比回落至5.6亿元，维持全年收入预测。展望2025年，我们预计核心 OTA 收入增18%，有望受交叉销售提升、用户价值增长及国际业务高增长驱动，预计经调整净利润率同比提升至17%，受益于补贴优化及运营效率提升。我们将估值基准调整至2025年，给予14倍2025年市盈率，上调目标价至22.5港元（前值：18.8港元），较现价有27%的涨幅，维持“买入”评级。

风险：消费疲弱影响旅游支出；用户 ARPU 提升不及预期；海外进展不及预期。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入(百万元)	6,585	11,896	17,146	19,904	22,061	24,822
同比增长(%)	-13%	81%	44%	16%	11%	13%
调整后净利润(百万元)	647	2,199	2,743	3,370	3,813	4,442
调整后净利润率(%)	9.8%	18.5%	16.0%	16.9%	17.3%	17.9%
调整后每股盈利(元)	0.29	0.98	1.22	1.50	1.70	1.98
市盈率(倍)	59.2	17.4	14.0	11.4	10.0	8.6
市销率(倍)	5.8	3.2	2.2	1.9	1.7	1.5
净资产收益率(%)	-0.9%	8.4%	9.0%	8.9%	8.2%	8.0%

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

22.5 港元

股价(2024-11-19)

17.7 港元

总市值(百万港元)	41,173
流通市值(百万港元)	21,514
总股本(百万股)	2,326
流通股本(百万股)	1,215
12个月低/高(港元)	12.4/22.6
平均成交(百万港元)	217.2

股东结构

腾讯(700.HK)	20.47%
携程(9961.HK/TCOM.US)	19.97%
其他	59.56%

股价表现

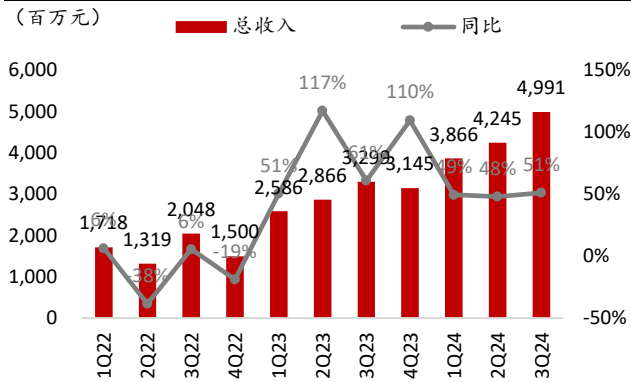

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.59	22.62	9.73
绝对收益	-0.90	34.91	22.39

数据来源：彭博、港交所、公司

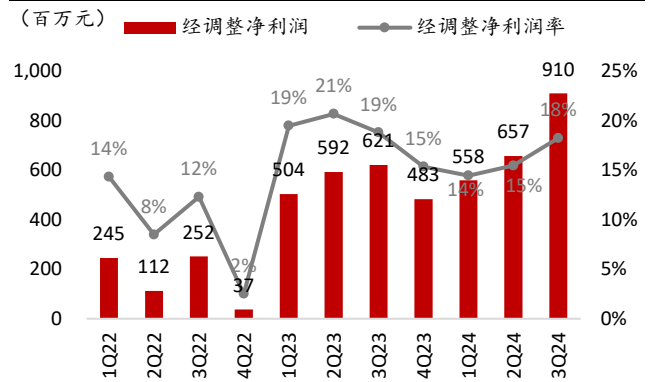
王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

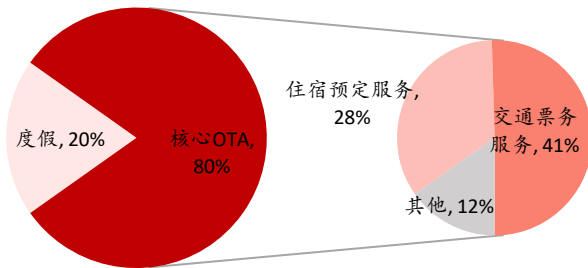
2024Q3 业务概览

图表 1: 3Q24 总收入同比增 51%


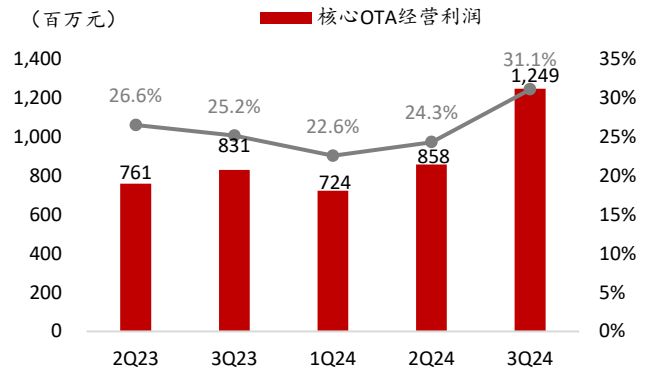
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 3Q24 经调整净利润创新高


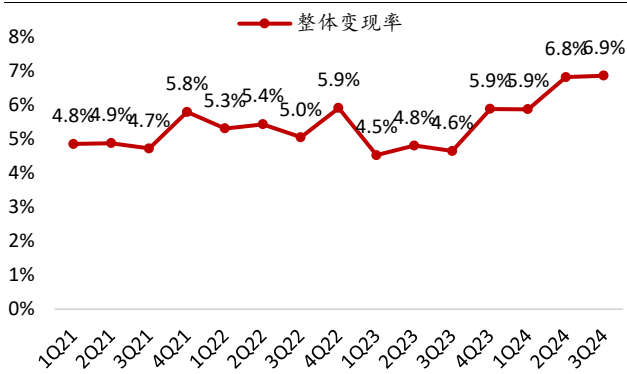
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 3Q24 核心 OTA 收入占比 80%


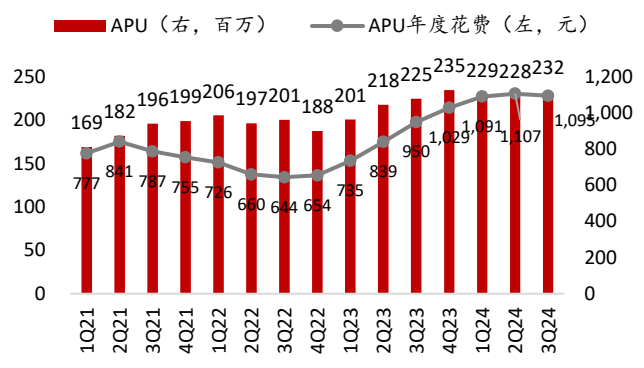
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 4: 3Q24 核心 OTA 经营利润率 31%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 5: 整体变现率提升至 6.9%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 6: APU 规模稳定, 付费提升趋势


资料来源: 公司财报, 国证国际

财务预测更新

图表 7: 利润表预测更新

同程旅行 人民币, 百万	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入	3,145	3,866	4,245	4,991	4,043	11,896	17,146	19,904	22,061	24,822
同比	110%	49%	48%	51%	29%	81%	44%	16%	11%	13%
核心OTA业务	2,878	3,203	3,526	4,013	3,483	11,896	14,225	16,839	18,842	21,439
同比	110%	24%	23%	22%	21%	81%	20%	18%	12%	14%
住宿预定服务	882	965	1,191	1,378	1,101	3,900	4,634	5,384	6,049	6,683
交通票务服务	1,473	1,737	1,743	2,027	1,760	6,030	7,266	8,664	9,640	11,161
其他	789	502	592	609	622	1,967	2,325	2,790	3,153	3,595
度假	-	663	719	979	560	-	2,921	3,065	3,219	3,383
销售成本	-970	-1,351	-1,501	-1,827	-1,414	-3,158	-6,093	-7,015	-7,720	-8,624
毛利	2,175	2,515	2,744	3,165	2,629	8,738	11,053	12,889	14,341	16,198
毛利率	69.2%	65.0%	64.6%	63.4%	65.0%	73.5%	64.5%	64.8%	65.0%	65.3%
服务开发开支	-515	-487	-494	-505	-671	-1,821	-2,157	-2,458	-2,702	-2,990
占收入比	16%	13%	12%	10%	17%	15%	13%	12%	12%	12%
销售及营销开支	-1,127	-1,368	-1,502	-1,468	-1,302	-4,473	-5,639	-6,370	-7,038	-7,869
占收入比	36%	35%	35%	29%	32%	38%	33%	32%	32%	32%
行政开支	-115	-265	-272	-328	-143	-711	-1,009	-1,141	-1,243	-1,349
占收入比	4%	7%	6%	7%	4%	6%	6%	6%	6%	5%
经营利润	388	455	517	977	585	1,869	2,534	3,195	3,583	4,214
经营利润率	12.3%	11.8%	12.2%	19.6%	14.5%	15.7%	14.8%	16.1%	16.2%	17.0%
净利润	311	400	429	803	468	1,566	2,101	2,719	3,063	3,626
净利润率	9.9%	10.4%	10.1%	16.1%	11.6%	13.2%	12.3%	13.7%	13.9%	14.6%
调整后净利润	483	558	657	910	618	2,199	2,743	3,370	3,813	4,442
调整后净利润率	15.3%	14.4%	15.5%	18.2%	15.3%	18.5%	16.0%	16.9%	17.3%	17.9%

资料来源: 公司财报, 国证国际预测

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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,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、意见及推测反映国证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。国证国际,其母公司或任何其他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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际,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),国证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。

收件人应注意国证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,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证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。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

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。
- 国证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。

国证国际证券(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