

同程旅行 (00780.HK)

核心业务盈利较大改善，单客贡献同比提升

优于大市

核心观点

2024年三季度 OTA 经营利润率同比提升 6pct，业绩好于彭博预期。2024Q3 公司收入 49.9 亿元、归母净利润 7.9 亿元、经调整净利润 9.1 亿元，同比增长 51.3%/55.5%/46.6%，好于彭博预期（同比增长 47%/24%/32%）。其中：1) OTA 平台收入 40.1 亿元/+21.6%，其经营利润率为 31.1%，同比大幅提升 6.0pct，较 Q1/Q2 的-3.7/-2.2pct 显著改善，营销效率提升与架构优化综合助力。2) 度假收入 9.8 亿元，去年 12 月并表尚无可比数据，经营利润率 2%。

结构性影响带来 GMV 增速平稳趋势延续，国际业务业绩扰动降低。2024Q3 平台 GMV 为 728 亿元，同比增长 2.4%，主要系行业价格带来结构性影响，其中机票票价回落，但与收入挂钩的机票票量同比增长超 20%；酒店 ADR 下滑约 4-5%，部分对冲过夜量增长；此外地面交通战略性收缩也带来扰动。新业务方面，随着非一线城市居民在休闲度假和出境游市场中占比不断提升，国际业务目前处于发展早期阶段，Q3 国际机票票量/国际过夜量增长超 110%/130%，公司公开会表示预计全年出境机酒收入占核心 OTA 业务 5%，上半年国际投放拖累利润后，公司努力通过收益管理和投放精细化减少扰动。

补贴投放精细化助力营销效率改善，用户频次与花费同比提升。公司目前投放重点专注于提升用户价值与购买频率：一方面，微信流量仍然贡献基本盘，公司通过将更多优惠券资源分配至交叉销售环节以提升老用户购买频次，进而改善补贴效率，Q3 末单用户 12 个月累计购买频率 8.1 次/+15.9%，每位用户平均收入 (ARPU) 同比增长 53.2%；Q3 平台佣金率 (收入/GMV) 同比提升 2.2pct。另一方面，公司把更高频、高客单的 APP 流量作为重点培育的增量渠道，APP 获客成本更高、投资回收期更长，但长期的 ARPU 和用户粘性更高，国庆假期 APP 日活创 300 万新高。此外，公司重点培育会员流量，Q3 末黑鲸会员 7800 万，环比 Q2 增长 16.7%，其 ARPU 值为普通会员的 2.7 倍以上。

风险提示：下沉市场增长不及预期，行业竞争加剧，新业务拖累加大。

投资建议：考虑公司三季报超预期表现以及公司营销投放方向变化对后续利润率的潜在推动，我们上调公司 2024-2026 年经调净利润为 27.5/32.8/38.3 亿元（此前为 26.2/30.9/35.8 亿元），对应动态 PE 为 14/12/10x。三季度公司核心 OTA 业务扭转上半年利润率受新业务投放拖累的态势，补贴思路调整为重点提升核心用户价值，兼顾收入和效益和谐发展。后续公司有望继续受益于微信生态低成本流量与下沉市场渗透红利，同时需要继续跟踪观察新渠道培育效果及出境游新业务扩张节奏与盈利验证，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	17,151	20,017	22,943
(+/-%)	-12.6%	80.7%	44.2%	16.7%	14.6%
经调整净利润(百万元)	646	2199	2750	3284	3830
(+/-%)	—	240.3%	25.0%	19.4%	16.6%
每股收益(元)	0.28	0.95	1.22	1.46	1.70
EBIT Margin	-9.3%	12.9%	10.0%	11.3%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	-0.9%	8.8%	10.3%	11.2%	11.6%
市盈率 (PE)	61.4	18.0	14.0	11.7	10.0
EV/EBITDA	224.1	22.8	23.5	19.1	15.3
市净率 (PB)	2.52	2.24	1.95	1.73	1.53

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

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 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	18.32 港元
总市值/流通市值	42615/42615 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	217.23 百万港元

市场走势



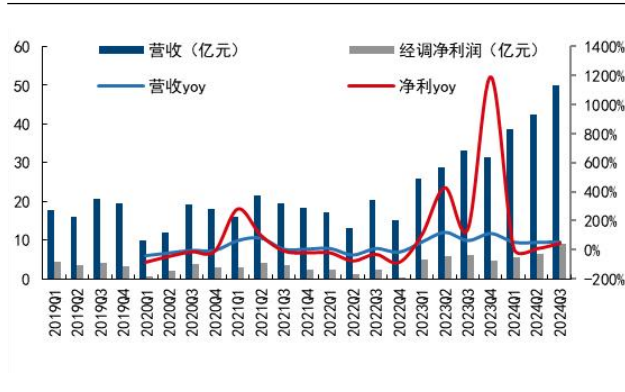
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《同程旅行 (00780.HK) - 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》——2024-08-22
- 《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

2024 年三季度 OTA 经营利润率同比转正，业绩好于彭博预期。2024Q3 公司实现收入 49.9 亿元、归母净利润 7.9 亿元、经调整净利润 9.1 亿元，同比增长 51.3%/55.5%/46.6%，好于彭博预期（同比增长 47%/24%/32%）。其中：1）OTA 平台收入 40.1 亿元/+21.6%，其经营利润率为 31.1%，同比大幅提升 6.0pct，较 Q1/Q2 的 -3.7/-2.2pct 显著改善，营销效率提升与架构优化综合助力。2）度假收入 9.8 亿元，去年 12 月并表尚无可比数据，经营利润率 2%。

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

结构性影响带来 GMV 增速平稳趋势延续，国际业务业绩扰动降低。2024Q3 平台 GMV 为 728 亿元，同比增长 2.4%，主要系行业价格带来结构性影响，其中机票票价回落，但与收入挂钩的机票票量同比增长超 20%；酒店 ADR 下滑约 4-5%，部分对冲过夜量增长；此外地面交通战略性收缩也带来扰动。新业务方面，随着非一线城市居民在休闲度假和出境游市场中占比不断提升，国际业务目前处于发展早期阶段，Q3 国际机票票量/国际过夜量增长超 110%/130%，公司公开会表示预计全年出境机酒收入占核心 OTA 业务 5%，上半年国际投放拖累利润后，公司努力通过收益管理和投放精细化减少扰动。

补贴投放精细化助力营销效率改善，用户频次与花费同比提升。公司目前投放重点专注于提升用户价值与购买频率：一方面，微信流量仍然贡献基本盘，公司通过将更多优惠券资源分配至交叉销售环节以提升老用户购买频次，进而改善补贴效率，Q3 末单用户 12 个月累计购买频率 8.1 次/+15.9%，每位用户平均收入（ARPU）同比增长 53.2%；Q3 平台佣金率（收入/GMV）同比提升 2.2pct。另一方面，公司把更高频、高客单的 APP 流量作为重点培育的增量渠道，APP 获客成本更高、投资回收期更长，但长期的 ARPU 和用户粘性更高，国庆假期 APP 日活创 300 万新高。此外，公司重点培育会员流量，Q3 末黑鲸会员 7800 万，环比 Q2 增长 16.7%，其 ARPU 值为普通会员的 2.7 倍以上。

风险提示：下沉市场增长不及预期，行业竞争加剧，新业务拖累加大。

投资建议：考虑公司三季报超预期表现以及公司营销投放方向变化对后续利润率的潜在推动，我们上调公司 2024-2026 年经调净利润为 27.5/32.8/38.3 亿元（此前为 26.2/30.9/35.8 亿元），对动态 PE 为 14/12/10x。三季度公司核心 OTA 业务扭转上半年利润率受新业务投放拖累的态势，补贴思路调整为重点提升核心价值，兼顾收入和效益和谐发展。后续公司有望继续受益于微信生态低成本流量与下沉市场渗透红利，同时需要继续跟踪观察新渠道培育效果及出境游新业务扩张节奏与盈利验证，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
		2024-11-20	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
0780.HK	同程旅行	396	1.0	1.2	1.5	1.7	18	14	12	10	优于大市	
9961.HK	携程集团-s	3,163	19.1	25.4	28.8	33.5	24	18	16	14	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	11206	10580	8711	营业收入	6585	11896	17151	20017	22943
应收款项	3586	5588	8051	9397	10770	营业成本	1807	3158	6008	7067	8107
存货净额	0	1	2	2	3	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	88	145	209	244	279	销售费用	2801	4473	5699	6500	7408
流动资产合计	10384	14900	23441	25031	25052	管理费用	2586	2734	3721	4195	4600
固定资产	1598	2495	2815	3211	3633	财务费用	34	2044	(87)	(109)	(81)
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	3553	3753	其他收入	322	2321	589	589	589
资产总计	25035	31717	40289	41986	42141	营业利润	(322)	1808	2399	2954	3497
短期借款及交易性金融负债	443	2540	2600	2600	2600	营业外净收支	205	45	100	100	100
应付款项	2676	4330	7838	5555	1277	利润总额	(117)	1854	2499	3054	3597
其他流动负债	2998	5017	7722	8949	10182	所得税费用	46	288	450	550	647
流动负债合计	6117	11887	18161	17104	14059	少数股东损益	(18)	11	15	19	22
长期借款及应付债券	1858	11	61	111	161	归属于母公司净利润	(146)	1554	2034	2485	2927
其他长期负债	1070	1272	1472	1672	1872	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2928	1283	1533	1783	2033	净利润	(146)	1554	2034	2485	2927
负债合计	9044	13170	19694	18887	16092	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	258	844	859	878	900	折旧摊销	840	911	875	897	928
股东权益	15732	17703	19736	22222	25149	折旧摊销	840	911	875	897	928
负债和股东权益总计	25035	31717	40289	41986	42141	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	34	2044	(87)	(109)	(81)
每股收益	(0.06)	0.67	0.90	1.10	1.30	营运资本变动	(1223)	1049	3886	(2238)	(4254)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(18)	11	15	19	22
每股净资产	6.76	7.61	8.75	9.85	11.15	经营活动现金流	(546)	3526	6810	1163	(377)
ROIC	0%	12%	13%	18%	17%	资本开支	0	(1129)	(706)	(804)	(861)
ROE	-1%	9%	10%	11%	12%	其它投资现金流	180	(810)	0	(834)	(481)
毛利率	73%	73%	65%	65%	65%	投资活动现金流	166	(1111)	(906)	(1839)	(1542)
EBIT Margin	-9%	13%	10%	11%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	21%	15%	16%	16%	负债净变化	1764	(1847)	50	50	50
收入增长	-13%	81%	44%	17%	15%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	--	-1164%	31%	22%	18%	其它融资现金流	(1647)	2925	60	0	0
资产负债率	37%	44%	51%	47%	40%	融资活动现金流	1881	(769)	110	50	50
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	1501	1645	6014	(626)	(1869)
P/E	61.4	18.0	14.0	11.7	10.0	货币资金的期初余额	2046	3547	5192	11206	10580
P/B	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	3547	5192	11206	10580	8711
EV/EBITDA	224	23	23	19	15	企业自由现金流	0	2124	5467	(295)	(1870)
						权益自由现金流	0	1476	5649	(156)	(1753)

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