同程旅行（00780.HK）

2024 年业绩公告点评：OTA 收入稳健增长，利润率持续提升

增持（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11896	17341	19667	22326	25232
同比(%)	80.67	45.77	13.41	13.52	13.02
归母净利润（百万元）	1554	1974	2426	2897	3391
同比(%)	1,164.41	27.04	22.87	19.43	17.03
EPS-最新摊薄（元/股）	0.67	0.85	1.04	1.24	1.46
P/E（现价&最新摊薄）	25.42	20.01	16.29	13.64	11.65

投资要点

- **Q4 营收和利润超指引上沿：**Q4 营收为 42.38 亿元，同比+34.8%，超指引 25-30%上限，剔除度假板块并表因素，可比口径同比+20.2%；归母净利润 3.51 亿元，同比+13.1%；经调整净利润 6.60 亿元，同比+36.8%，超业绩指引 5.8-6.3 亿。
- **用户补贴收窄，销售费用率继续改善：**Q4 毛利率 63.5%，同比-5.7pct，环比+0.1pct；销售/管理费用率分别为 30.3%/8.0%，同比-5.6/+4.4pct，环比+0.9/+1.5pct；经调整净利率 15.6%，同比+0.2pct，环比-2.7pct。利润端延续较好表现，得益于运营优化，销售费用率显著下降。
- **预计 2025 年核心 OTA 收入同增 15~20%：**Core OTA 板块同比+20.2%：其中，交通票务/住宿预订业务 Q4 收入分别为 17.23/11.35 亿元，同比+17%/29%，住宿业务增长超指引，系渗透率提升，酒店供给增加和交叉销售策略。2024 全年国际机票量/国际间夜量同比+130%/110%。其他业务收入 5.99 亿元，同比+15%，酒店管理规模近 2300 家，储备 1400 家。度假板块收入 7.80 亿元。公司预计 2025 年 core OTA 收入同增 15~20%。
- **ARPU 同增 44%，消费频次提升至 8.1 次：**截至 2024Q4 末，年度付费用户/年度累计服务人次分别为 2.38 亿人/19.28 亿人次，同比+1.5%/9.3%；用户购买频次为 8.1 次，2023/2019 年为 7.5/5.5 次；每用户平均收入（ARPU）同比增长 44%。Q4 平均月付费用户/交易额为 0.41 亿人/547 亿元，同比+9.3%/2.2%。
- **盈利预测与投资评级：**同程旅行积极运营微信流量实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游逐渐恢复，公司收紧用户补贴保证利润水平。我们调整 2025/2026 年和新增 2027 年盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润分别为 24.3/29.0/33.9 亿元（2025/2026 年前值为 26.5/32.7 亿元），对应 PE 估值为 16/14/12 倍。预计 2024 年经调整净利润为 34.0 亿元，对应 PE 为 12 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

2025 年 03 月 21 日

证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 石旖瑄
执业证书：S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn
研究助理 王琳婧
执业证书：S0600123070017
wanglj@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	18.38
一年最低/最高价	12.38/22.55
市净率(倍)	1.98
港股流通市值(百万港元)	42,781.14

基础数据

每股净资产(元)	8.59
资产负债率(%)	44.51
总股本(百万股)	2,327.59
流通股本(百万股)	2,327.59

相关研究

《同程旅行(00780.HK:):2024Q3 业绩点评：利润超预期，销售费用显著改善》

2024-11-20

《同程旅行(00780.HK:):2024Q2 业绩点评：业绩符合预期，与腾讯续签合作》

2024-08-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同程旅行三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**18,240.56**	**19,160.85**	**21,848.69**	**24,934.81**
现金及现金等价物	8,019.96	7,784.71	9,483.99	11,659.44
应收账款及票据	1,727.59	1,912.03	2,108.56	2,312.96
存货	6.65	6.94	7.60	8.27
其他流动资产	8,486.36	9,457.16	10,248.54	10,954.14
非流动资产	**19,536.64**	**20,866.70**	**21,605.17**	**22,153.44**
固定资产	3,146.93	3,370.16	3,543.59	3,668.43
商誉及无形资产	11,723.48	12,430.31	12,745.35	12,968.78
长期投资	1,682.15	1,882.15	2,032.15	2,132.15
其他长期投资	2,286.53	2,486.53	2,586.53	2,686.53
其他非流动资产	697.56	697.56	697.56	697.56
资产总计	**37,777.20**	**40,027.55**	**43,453.86**	**47,088.24**
流动负债	**11,597.14**	**11,391.27**	**11,886.77**	**12,093.33**
短期借款	1,359.29	859.29	659.29	459.29
应付账款及票据	4,467.13	4,435.35	4,775.28	4,864.22
其他	5,770.72	6,096.63	6,452.20	6,769.82
非流动负债	**5,217.75**	**5,217.75**	**5,217.75**	**5,217.75**
长期借款	2,794.46	2,794.46	2,794.46	2,794.46
其他	2,423.30	2,423.30	2,423.30	2,423.30
负债合计	**16,814.89**	**16,609.03**	**17,104.52**	**17,311.08**
股本	8.02	8.02	8.02	8.02
少数股东权益	960.84	977.94	998.36	1,022.26
归属母公司股东权益	20,001.47	22,440.59	25,350.98	28,754.90
负债和股东权益	**37,777.20**	**40,027.55**	**43,453.86**	**47,088.24**

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,969.88	2,616.26	3,382.81	3,608.59
投资活动现金流	(834.26)	(2,114.67)	(1,223.70)	(937.30)
筹资活动现金流	678.80	(749.99)	(472.99)	(508.99)
现金净增加额	2,827.57	(235.25)	1,699.28	2,175.44
折旧和摊销	910.70	369.93	361.53	351.74
资本开支	(952.10)	(1,300.00)	(850.00)	(700.00)
营运资本变动	946.90	(361.40)	(93.07)	(404.11)

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**17,340.69**	**19,666.55**	**22,325.96**	**25,232.27**
营业成本	6,227.20	6,942.29	7,814.09	8,755.60
销售费用	5,620.71	6,194.96	6,921.05	7,746.31
管理费用	1,206.18	1,356.99	1,518.17	1,690.56
研发费用	2,000.89	2,261.65	2,567.49	2,901.71
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
经营利润	**2,285.70**	**2,910.65**	**3,505.18**	**4,138.09**
利息收入	194.62	200.30	206.77	222.26
利息支出	230.90	249.99	272.99	308.99
其他收益	148.39	85.33	76.30	62.70
利润总额	**2,397.83**	**2,946.29**	**3,515.26**	**4,114.06**
所得税	409.56	503.23	597.59	699.39
净利润	**1,988.27**	**2,443.06**	**2,917.67**	**3,414.67**
少数股东损益	13.91	17.10	20.42	23.90
归属母公司净利润	**1,974.36**	**2,425.96**	**2,897.24**	**3,390.77**
EBIT	2,434.10	2,995.98	3,581.48	4,200.79
EBITDA	3,344.80	3,365.91	3,943.01	4,552.53

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	0.85	1.04	1.24	1.46
每股净资产(元)	8.59	9.64	10.89	12.35
发行在外股份(百万股)	2,327.59	2,327.59	2,327.59	2,327.59
ROIC(%)	8.73	9.52	10.45	11.10
ROE(%)	9.87	10.81	11.43	11.79
毛利率(%)	64.09	64.70	65.00	65.30
销售净利率(%)	11.39	12.34	12.98	13.44
资产负债率(%)	44.51	41.49	39.36	36.76
收入增长率(%)	45.77	13.41	13.52	13.02
净利润增长率(%)	27.04	22.87	19.43	17.03
P/E	20.01	16.29	13.64	11.65
P/B	1.98	1.76	1.56	1.37
EV/EBITDA	10.54	10.51	8.49	6.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为***人民币，港元汇率为2025年3月20日的0.92353***，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn