

# 同程旅行 (00780.HK)

## 深耕用户价值提升战略，核心业务盈利水平上行

优于大市

### 核心观点

**2024年公司经调整净利润同比增长27%，四季度业绩好于彭博预期。**2024年公司收入173.4亿元/+45.8%，归母净利润19.7亿元/+27.0%，经调整净利润27.9亿元/+26.7%。其中单Q4收入42.4亿元/+34.8%，归母净利润3.5亿元/+13.1%，经调整净利润6.6亿元/+36.8%，收入与经调整净利润均超彭博预期(+28.5%/+27.4%)，净利润差距主要系当季度产生汇兑损失8600万及被投资方的亏损4200万影响。公司宣布拟每股派发股息0.18港元，估算对应分红率约20%，与上年基本一致。

#### GMV与收入增速差距主要来自价格扰动，公司积极收益管理改善佣金率。

2024Q4平台GMV为547亿元，同比增长2.2%，增速不及收入预计主要系行业价格影响（根据公开业绩会，Q4平台机票价格下降5-10%，酒店价格下降低个位数），量延续相对景气。其中机票佣金主要与票量挂钩，50%以上收入由辅营产品稳定贡献，火车票业务更注重收益管理；酒店量价均决定收入，公司去年下半年以来实施精准营销与收窄优惠券补贴，亦减少价格回落扰动。综合看，平台总佣金率稳定提升，2024Q4同环比增加1.9/0.9pct。业绩会上公司预计2025Q1 OTA业务增速为行业的2-3倍，住宿业务表现更佳。

**重点关注平台ARPU值潜力，高贡献用户占比提升。**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；新获客层面2024年APP流量实现翻倍增长。从效果上看，2024年平台累计购买频率8.1次/+7.6%，每位用户平均收入(ARPU)达到73元/+44%，贡献100元以上的用户从2019年的7%提升至2024年的13%左右。同时，公司旅游生成式AI“程心”已经接入DeepSeek，重视改善用户体验。

**2024年OTA经营利润率同比提升1.5pct，盈利水平有望进入上行通道。**一方面OTA行业竞争格局稳定，上游酒店行业供过于求，从产业链上OTA生态位仍相对优势明显；另一方面，公司积极改善效率，微信端流量补贴趋于精细化，国际业务伴随规模扩张（2024年平台出境机票量增长130%、酒店量增长110%）已经逐步兼顾ROI改善。基于此，2024年下半年公司核心OTA业务扭转上半年利润率受新业务投放拖累的态势，全年OTA经营利润率同比提升1.5pct。展望后续，考虑提升ARPU值战略方向下营销效率的进一步优化以及稳定人员的规模效应，我们预计公司核心OTA业务的利润率将持续提高。

**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：**泰国事件或扰动线下旅行社出境收入，但预计本身对利润端扰动可控；同时考虑国内下沉市场旅游景气与营销投放效率优化，我们略上调公司2025-2027年经调净利润至33.0/38.9/45.3亿元（此前2025-2026年为32.8/38.3亿元，新增2027年），对应动态PE为13/11/9x。公司当前与腾讯、携程等战略股东合作稳定，有望持续受益于机酒行业在线化率以及下沉市场线上渗透率提升；考虑核心用户价值提升战略下营销效率持续优化，出境游业务兼顾效益与增长，整体盈利水平进入上行通道，有望支撑未来3年经调整利润CAGR超17%，目前估值具备较强性价比，维持“优于大市”评级。

### 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：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	19.12 港元
总市值/流通市值	44504/44504 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	203.17 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)-核心业务盈利较大改善，单客贡献同比提升》——2024-11-21
- 《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

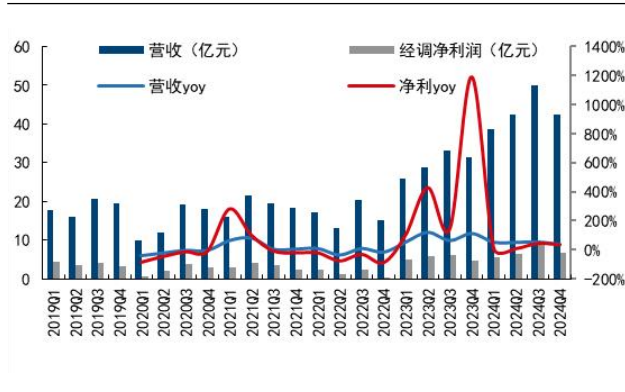
盈利预测和财务指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,896	17,341	19,626	22,329	25,331
(+/-%)	80.7%	45.8%	13.2%	13.8%	13.4%
经调整净利润(百万元)	2199	2785	3304	3885	4535
(+/-%)	-1164.4%	26.7%	18.6%	17.6%	16.7%
每股收益(元)	0.98	1.24	1.42	1.67	1.95
EBIT Margin	8.9%	9.0%	11.6%	13.0%	14.2%
净资产收益率(ROE)	8.8%	9.9%	11.1%	11.8%	12.4%
市盈率(PE)	18.1	14.4	12.6	10.7	9.1
EV/EBITDA	28.5	22.7	19.2	16.5	14.3
市净率(PB)	2.25	2.01	1.84	1.63	1.42

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

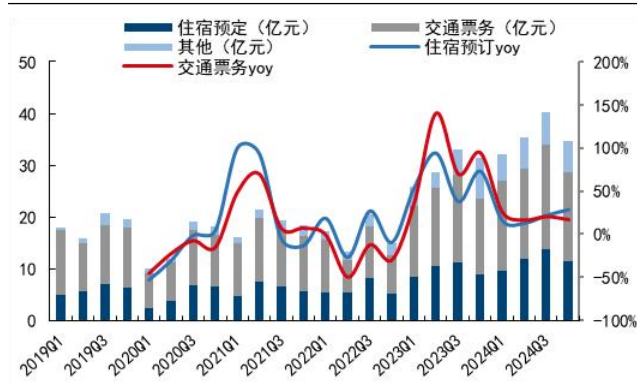
**2024 年公司经调整净利润同比增长 27%，四季度业绩好于彭博预期。**2024 年公司收入 173.4 亿元/+45.8%，归母净利润 19.7 亿元/+27.0%，经调整净利润 27.9 亿元/+26.7%。其中单 Q4 收入 42.4 亿元/+34.8%，归母净利润 3.5 亿元/+13.1%，经调整净利润 6.6 亿元/+36.8%，收入与经调整净利润均超彭博预期（+28.5%/+27.4%），净利润差距主要系当季度产生汇兑损失 8600 万及被投资方的亏损 4200 万影响。公司宣布拟每股派发股息 0.18 港元，估算对应分红率约 20%，与上年基本一致。

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

**GMV 与收入增速差距主要来自价格扰动，公司积极收益管理改善佣金率。**2024Q4 平台 GMV 为 547 亿元，同比增长 2.2%，增速不及收入预计主要系行业价格影响（根据公开业绩会，Q4 平台机票价格下降 5-10%，酒店价格下降低个位数），量延续相对景气。其中机票佣金主要与票量挂钩，50%以上收入由辅营产品稳定贡献，火车票业务更注重收益管理；酒店量价均决定收入，公司去年下半年以来实施精准营销与收窄优惠券补贴，亦减少价格回落扰动。综合看，平台总佣金率稳定提升，2024Q4 同环比增加 1.9/0.9pct。业绩会上公司预计 2025Q1 OTA 业务增速为行业的 2-3 倍，住宿业务表现更佳。

**重点关注平台 ARPU 值潜力，高贡献用户占比提升。**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；新获客层面 2024 年 APP 流量实现翻倍增长。从效果上看，2024 年平台累计购买频率 8.1 次/+7.6%，每位用户平均收入（ARPU）达到 73 元/+44%，贡献 100 元以上的用户从 2019 年的 7%提升至 2024 年的 13%左右。同时，公司旅游生成式 AI “程心”已经接入 DeepSeek，重视改善用户体验。

**2024 年 OTA 经营利润率同比提升 1.5pct，盈利水平有望进入上行通道。**一方面 OTA 行业竞争格局稳定，上游酒店行业供过于求，从产业链上 OTA 生态位仍相对优势明显；另一方面，公司积极改善效率，微信端流量补贴趋于精细化，国际业务伴随规模扩张（2024 年平台出境机票量增长 130%、酒店量增长 110%）已经逐步兼顾 ROI 改善。基于此，2024 年下半年公司核心 OTA 业务扭转上半年利润率受新业务投放拖累的态势，全年 OTA 经营利润率同比提升 1.5pct。展望后续，考虑提升 ARPU 值战略方向下营销效率的进一步优化以及稳定人员的规模效应，我们预计公司核心 OTA 业务的利润率将持续提高。

**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：**泰国事件或扰动线下旅行社出境收入，但预计本身对利润端扰动可控；同时考虑国内下沉市场旅游景气与营销投放效率优化，我们略上调公司 2025-2027 年经调整净利润至 33.0/38.9/45.3 亿元（此前 2025-2026 年为 32.8/38.3 亿元，新增 2027 年），对应动态 PE 为 13/11/9x。公司当前与腾讯、携程等战略股东合作稳定，有望

持续受益于机酒行业在线化率以及下沉市场线上渗透率提升；考虑核心用户价值提升战略下营销效率持续优化，出境游业务兼顾效益与增长，整体盈利水平进入上行通道，有望支撑未来3年经调整利润CAGR超17%，目前估值具备较强性价比，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（亿）		EPS			PE			投资评级	
		2025-3-22	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E		27E
0780.HK	同程旅行	415	1.2	1.4	1.7	2.0	14	13	11	9	优于大市
9961.HK	携程集团-s	3,172	26.4	26.7	30.6	35.8	18	17	15	13	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	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5192	8020	11975	14614	18234	营业收入	11896	17341	19626	22329	25331
应收款项	5588	7178	8124	9242	10485	营业成本	3158	6227	6667	7361	8196
存货净额	1	7	7	8	9	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	145	136	154	176	199	销售费用	4473	5621	6380	7365	8403
<b>流动资产合计</b>	<b>14900</b>	<b>18241</b>	<b>23160</b>	<b>27548</b>	<b>32787</b>	管理费用	3210	3934	4299	4705	5140
固定资产	2495	3147	3784	4387	4947	财务费用	(18)	36	(6)	(4)	(64)
无形资产及其他	10008	11723	11134	10544	9955	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1161	698	698	698	698	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	3153	3969	4169	4369	4569	其他收入	735	848	690	690	690
<b>资产总计</b>	<b>31717</b>	<b>37777</b>	<b>42944</b>	<b>47546</b>	<b>52954</b>	营业利润	1808	2371	2976	3591	4346
短期借款及交易性金融负债	2540	1359	2600	2600	2600	营业外净收支	45	27	100	100	100
应付款项	4330	4635	5181	5724	6374	<b>利润总额</b>	<b>1854</b>	<b>2398</b>	<b>3076</b>	<b>3691</b>	<b>4446</b>
其他流动负债	5017	5602	6210	6992	7855	所得税费用	288	410	554	664	800
<b>流动负债合计</b>	<b>11887</b>	<b>11597</b>	<b>13991</b>	<b>15316</b>	<b>16829</b>	少数股东损益	11	14	18	21	26
长期借款及应付债券	11	2794	2844	2894	2944	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1554</b>	<b>1974</b>	<b>2505</b>	<b>3006</b>	<b>3620</b>
其他长期负债	1272	2423	2623	2823	3023						
<b>长期负债合计</b>	<b>1283</b>	<b>5218</b>	<b>5468</b>	<b>5718</b>	<b>5968</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13170</b>	<b>16815</b>	<b>19459</b>	<b>21034</b>	<b>22797</b>	净利润	1554	1974	2505	3006	3620
少数股东权益	844	961	979	1000	1026	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	17703	20001	22506	25512	29131	折旧摊销	911	1083	1053	1086	1130
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31717</b>	<b>37777</b>	<b>42944</b>	<b>47546</b>	<b>52954</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(18)	36	(6)	(4)	(64)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	1049	918	389	385	446
每股收益	0.98	1.24	1.42	1.67	1.95	其它	11	14	18	21	26
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>3526</b>	<b>3989</b>	<b>3964</b>	<b>4498</b>	<b>5221</b>
每股净资产	7.90	8.87	9.67	10.96	12.52	资本开支	0	(1007)	(1100)	(1100)	(1100)
ROIC	9%	10%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(810)	1073	0	(609)	(351)
ROE	9%	10%	11%	12%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>18</b>	<b>(750)</b>	<b>(1300)</b>	<b>(1909)</b>	<b>(1651)</b>
毛利率	73%	64%	66%	67%	68%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	12%	13%	14%	负债净变化	(1847)	2784	50	50	50
EBITDA Margin	17%	15%	17%	18%	19%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	81%	46%	13%	14%	13%	其它融资现金流	1796	(5979)	1241	0	0
净利润增长率	-1164%	27%	27%	20%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1898)</b>	<b>(412)</b>	<b>1291</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
资产负债率	44%	47%	48%	46%	45%	现金净变动	1645	2828	3955	2639	3620
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3547	5192	8020	11975	14614
P/E	18.1	14.4	12.6	10.7	9.1	货币资金的期末余额	5192	8020	11975	14614	18234
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	2286	2212	2747	3421
EV/EBITDA	28	23	19	16	14	权益自由现金流	0	(939)	3507	2800	3524

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