

## 公司研究

## 24Q4 公司核心 OTA 营收增长稳健，利润率同比提升

——同程旅行（0780.HK）2024 年四季度业绩点评

## 要点

**事件：**24 年公司营收 173.41 亿元，同比+45.8%；实现经调整净利润 27.85 亿元，同比+26.7%。24Q4 公司营收 42.38 亿元，同比+34.8%；实现经调整净利润 6.60 亿元，同比+36.8%；24Q4 营收与经调整净利润均超出此前指引上沿。

## 点评：

**Q4 业绩增长稳健，GMV 变现率持续提升：**24Q4 公司核心 OTA 业务营收增长稳健，核心 OTA 营收达到 34.57 亿元，同比+20.2%。主要得益于变现率、付费用户数量、用户购买频次与 ARPU 值均有提升。24Q4，公司 GMV 变现率提升至 7.75%，同比+1.9pct；平均月付费用户数为 4100 万人，同比+9.3%；用户购买频次超过 8 次。2024 年的 ARPU 值提升至 73 元，且 ARPU 值中超 100 元的用户占比从 19 年的约 7%提升至 24 年的约 13%。分业务板块：1) 24Q4 住宿预订营收同比+28.6%。主要是由于 take rate 与交叉销售率提升。2) 24Q4 交通票务营收同比+17%。主要是由于机票票量、辅营产品销售增长以及火车票业务的变现能力提升。24 年国际机票预订量同比增长超过 130%。3) 24Q4 其他业务营收同比+14.8%。主要受益于酒店管理、在线旅游以及广告服务增长，24 年公司的黑鲸会员数同比增长 86%。4) 24Q4 度假营收同比+192%。主要是由于行业复苏与公司积极把握发展机遇。

预计 25 年公司的核心 OTA 业务仍将保持稳健增长，由于地缘政治不确定性及泰国负面舆情影响，度假业务或有承压；国际业务收入贡献有望进一步提升。

**Q4 核心 OTA 利润率同比提升，25 年国际业务有望盈亏平衡或盈利：**24Q4 经调整净利润率与核心 OTA 利润率均同比提升，经调整净利润率达到了 15.6%，同比+0.3pcts。核心 OTA 业务利润率达到了 28.4%，同比+4.8pcts，超出预期。主要得益于公司补贴投放更加精细化，费用率下降以及国际业务运营效率提升。24Q4 公司销售费用率为 30.3%，同比-5.5pcts。

预计 25 年公司将进一步优化流量运营策略，实施更有针对性的用户激励政策，且通过 AI 接触更多用户，提升用户体验，25 年公司的核心 OTA 利润率或将进一步提升，国际业务有望实现盈亏平衡或盈利。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到国际地缘政治的不确定性以及东南亚旅游负面舆情或对公司度假业务发展造成压力，我们小幅下调 25-26 年营收分别为 199.69、228.23 亿元（较前次预测，分别下调 1.1%、1.3%），新增 27 年营收预计为 261.42 亿元。由于公司持续优化运营策略，提升运营效率，我们小幅上调 25-26 年公司经调整归母净利润分别至 34.01、40.68 亿元（较前次预测，分别上调 4.6%、5.1%），新增 2027 年经调整归母净利润为 47.39 亿元。当前股价对应 25-27 年经调整 PE 分别为 12/10/9 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**居民旅游支出不及预期风险、与大股东的战略合作不及预期的风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,896	17,341	19,969	22,823	26,142
营业收入增长率	80.67%	45.77%	15.16%	14.29%	14.54%
经调整净利润（百万元）	2,199	2,785	3,420	4,092	4,769
经调整净利润增长率	240%	27%	23%	20%	17%
经调整归母净利润（百万元）	2,188	2,771	3,401	4,068	4,739
经调整归母净利润增长率	230%	27%	23%	20%	17%
经调整 EPS（元）	0.97	1.19	1.46	1.75	2.04
经调整 P/E	18	15	12	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-3-21；2023/2024 年末的股本数分别为 22.55/23.27 亿股，截至 2025 年 3 月 23 日股本数为 23.28 亿股。港币兑人民币为 1: 0.93。

## 买入（维持）

当前价：19.12 港元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002  
021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002  
021-52523174

wanghangyu@ebcn.com

分析师：聂博雅

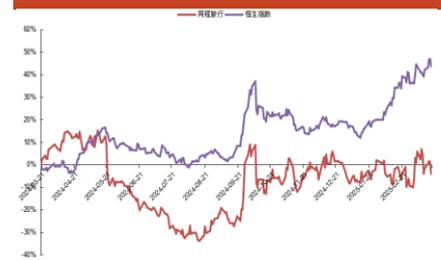
执业证书编号：S0930522030003  
021-52523808

nieboya@ebcn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	23.28
总市值(亿港元)	445.04
一年最低/最高(港元)	12.38/22.34
近 3 月换手率	26.49%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.82	-34.60	-52.41
绝对	-0.42	-7.92	-6.63

资料来源：Wind

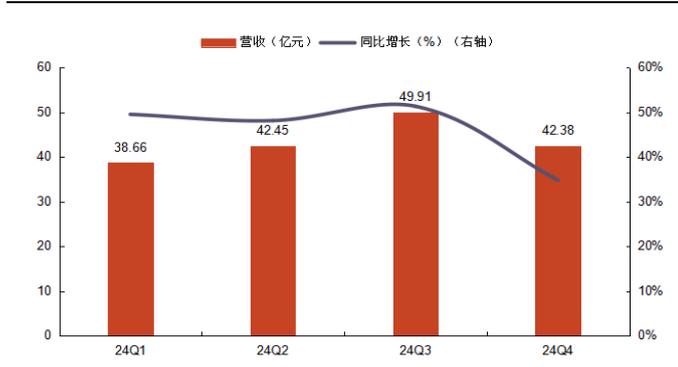
# 1、Q4 业绩增长稳健，核心 OTA 利润率同比提升

24Q4 公司实现营收 42.38 亿元，同比增长 34.8%，超出公司此前指引（指引为同比增长 25%~30%）；经调整净利润 6.6 亿元，同比增长 36.8%，超出公司此前指引（指引为 5.8~6 亿元）。

## 1.1 Q4 淡季业绩增长稳健，核心 OTA 利润率同比提升

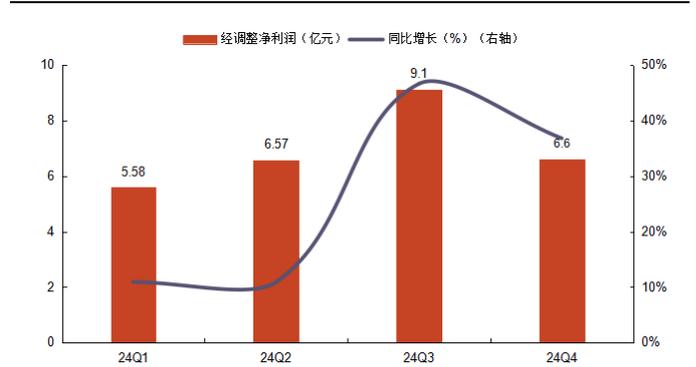
24Q4 公司营收达到 42.38 亿元，同比增长 34.8%；实现经调整净利润 6.6 亿元，同比+36.8%。其中，24Q4 公司的核心 OTA 营收达到 34.57 亿元，同比+20.2%。

图 1：2024Q1-Q4 公司营业收入与同比增速



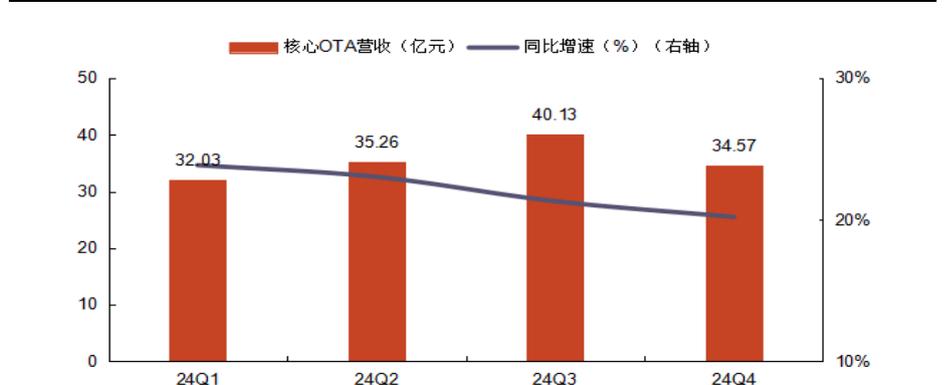
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：2024Q1-Q4 公司经调整净利润与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2024Q1-Q4 公司核心 OTA 营收与同比增速



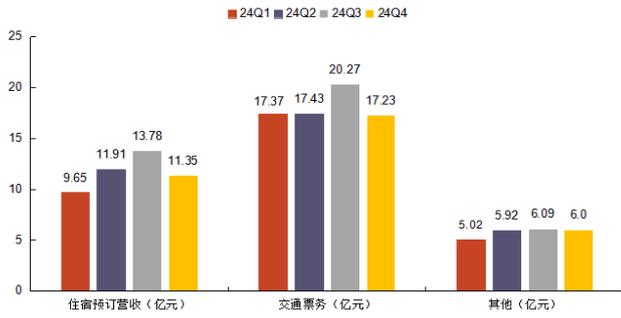
资料来源：公司公告，光大证券研究所

OTA 业务分板块看，24Q4 住宿预订实现营收 11.35 亿元，同比+28.6%，贡献 OTA 营收份额达到 32.8%。主要是由于公司 take rate 与交叉销售率提升。

24Q4 交通票务实现营收 17.23 亿元，同比+17%，贡献 OTA 营收份额达到 49.8%。主要是由于机票票量、辅营产品销售增长以及火车票业务的变现能力提升。24 年公司机票票量增速快于行业整体增速，国际机票预订量同比增长超过 130%。24 年公司的国际供应链持续优化，酒店与机票的预订量增速均较快，25 年或将实现盈亏平衡或者盈利。

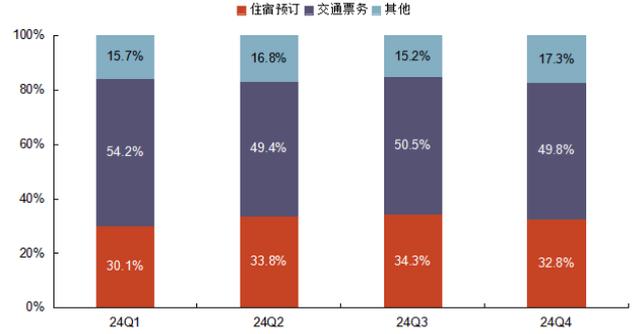
24Q4 其他业务实现营收 6.0 亿元，同比+14.8%。主要受益于酒店管理、在线旅游以及广告服务增长。截至 24 年末，公司在营的酒店数量接近 2300 家，另有 1400 家酒店处于筹备阶段。

图 4: 2024Q1-Q4 公司 OTA 各业务营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

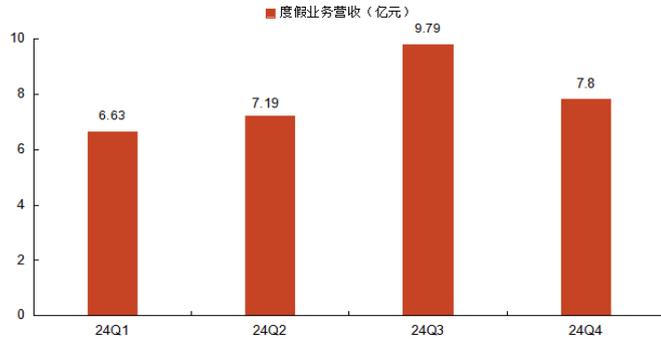
图 5: 2024Q1-Q4 公司 OTA 各业务营收占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

从度假行业整体情况来看, 24Q4 公司的度假业务营收达到 7.80 亿元, 同比 +192%。

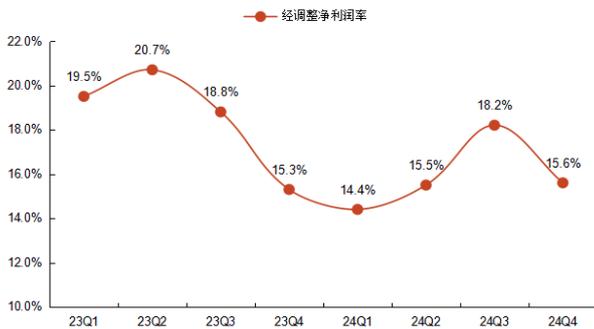
图 6: 2024Q1-Q4 公司度假业务营收



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

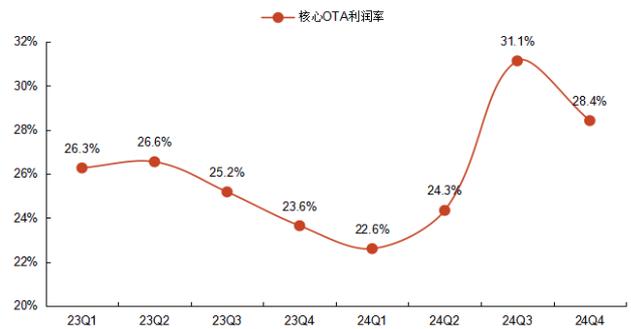
24Q4 经调整净利润率与核心 OTA 利润率均同比提升, 经调整净利润率达到了 15.6%, 同比 +0.3pcts。公司核心 OTA 业务利润率达到 28.4%, 同比 +4.8pcts。主要得益于公司补贴投放更加精细化, 费用率下降以及国际业务运营效率提升。

图 7: 23Q1-24Q4 公司经调整净利润率



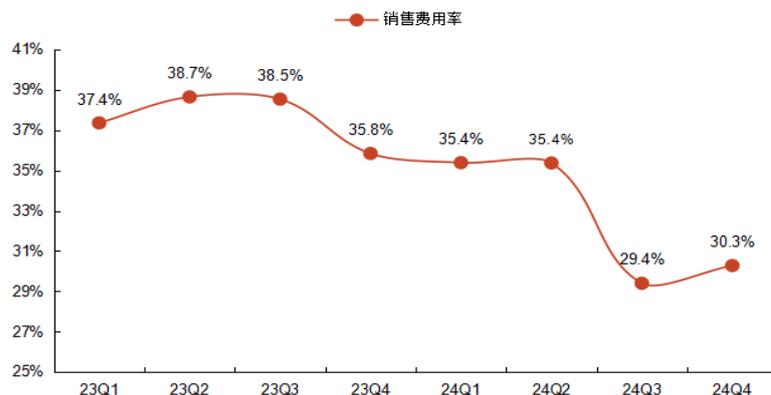
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 8: 23Q1-24Q4 公司核心 OTA 利润率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 9: 23Q1-24Q4 公司销售费用率



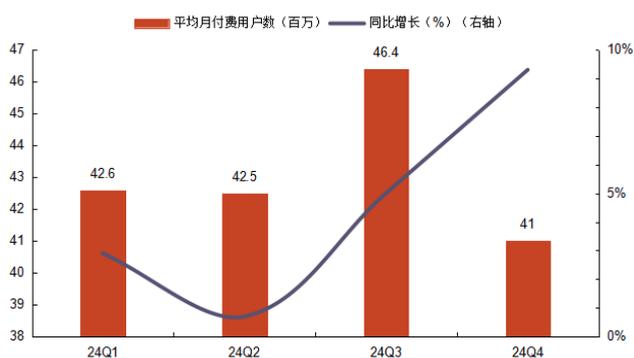
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

## 1.2 月付费用户数量持续同比增长, GMV 变现率同比提升

公司持续挖掘用户价值, 尤其是加强挖掘老用户的价值, 24Q4 平均月付费用户数、GMV 变现率等指标均同比增长。具体体现为:

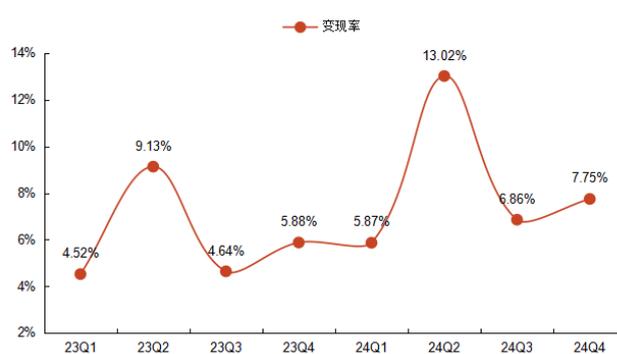
- 公司平均月付费用户数进一步增长。24Q1-Q4, 公司平均月付费用户数分别为 4260/4250/4640/4100 万人, 分别同比+2.9%/ +0.7%/+5%/+9.3%。
- 从 GMV 变现率来看, 24Q4 公司的 GMV 变现率提升至 7.75%, 同比+1.9pcts。
- 从用户购买频次来看, 24 年公司的用户购买频次每年超过 8 次。
- 2024 年的 ARPU 值提升至 73 元。

图 10: 2024Q1-Q4 公司平均月付费用户数与同比增长



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 11: 2023Q1-24Q4 公司 GMV 变现率情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所; 注: GMV 变现率=营业收入/交易额

## 2、清明节将至, 国内与出境游趋势较好

清明节期间出行热度较高, 将有助于拉动同程核心 OTA 与度假业务增长。国内游方面, 根据春秋旅游, 截至 3 月 15 日, 25 年清明假期出游预订人次同比 2024

年同期增长近 100%，游客偏好以 3 日-6 日的自由行形式出游。根据航旅纵横，截至 3 月 18 日，清明假期的国内航线机票预订量超 105 万张，同比增长约 12%；截至 3 月 18 日，国内热门航线 TOP10 为（不区分方向）：上海-北京，上海-广州、北京-成都、上海-深圳、上海-成都、北京-广州、北京-深圳、北京-昆明、上海-昆明、北京-杭州。

出境游方面，根据航旅纵横，截至 3 月 18 日，清明假期出入境航线机票预订量超 48 万张，比去年同期增长约 24%。截至 3 月 18 日，清明假期出入境热门航线 top10 为（不区分方向）：上海-东京、上海-大阪、北京-东京、上海-中国台北、上海-首尔、上海-新加坡、北京-大阪、上海-曼谷、上海-中国香港、北京-莫斯科。

### 3、盈利预测、估值和评级

分业务板块来看，根据文旅部数据，25 年春节期间全国旅游人次和旅游收入分别同比增长 6%与 7%，而公司的核心 OTA 业务的增长率估计为行业增长率的 2~3 倍，我们预计 25Q1 公司的住宿预订、交通预订与其他业务的营收均可实现同比双位数增长。度假业务方面，考虑东南亚旅游的负面舆情影响，我们预计 25Q1 公司的度假业务营收将同比个位数下滑。

我们预计公司 25-27 年营收分别为 199.69、228.23、261.42 亿元，考虑公司的持续优化运营策略，费投效率提升明显，国际业务 25 年底有望实现盈亏平衡或者盈利，我们上调 25-26 年的经调整归母净利润预测分别为 34.01、40.68 亿元，新增 27 年经调整归母净利润预测为 47.39 亿元，当前股价对应 25-27 年经调整 PE 分别为 12/10/9 倍。维持“买入”评级。

### 4、风险提示

- 居民旅游支出不及预期风险

若用户出行意愿降低，消费支出乏力，将对公司营收增长造成负面影响。

- 市场竞争加剧风险

若市场竞争加剧，或将导致公司销售费用投放超预期增长，对公司业绩增长造成一定压力。

- 与大股东的战略合作风险

若公司与腾讯或携程无法按时续约，或对公司业务经营造成重大不利影响。

- 商誉减值风险

若发生商誉减值，将对公司净利润造成直接不利影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	11896	17341	19969	22823	26142
销售成本	-3158	-6227	-6883	-7639	-8749
毛利	8738	11113	13086	15184	17392
服务开发开支	-1821	-2001	-2420	-2765	-3167
销售及营销开支	-4473	-5621	-5943	-6755	-7581
行政开支	-711	-1206	-1398	-1515	-1735
其他收入	123	104	104	104	104
经营利润	1869	2423	3464	4287	5047
财务收入	175	195	299	414	557
财务费用	-157	-231	-289	-288	-287
应占联营公司业绩	-33	11	-27	-27	-27
税前利润	1854	2398	3447	4386	5290
所得税	-288	-410	-724	-921	-1111
净利润	1566	1988	2723	3465	4179
归母净利润	1554	1974	2704	3441	4150
经调整净利润	2199	2785	3420	4092	4769
经调整归母净利润	2188	2771	3401	4068	4739

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产:					
存货	1	7	5	6	7
受限现金	145	136	136	136	136
现金及现金等价物	5192	8020	12409	17214	23212
短期贸易应收款项	1218	1728	1641	1876	2149
短期预付款项及其他应收款项	4370	5450	5471	5628	5730
按公允价值计量且其变动计入损益的短期投资	1632	2733	2751	2769	2786
物业、厂房及设备	2495	3147	3464	4055	4731
使用权资产	589	909	909	909	909
无形资产	9580	10814	10372	9733	9099
长期预付款项及其他应收款项	793	476	547	563	645
采用权益法入账的投资	1430	1682	1655	1629	1602
按公允价值计量且其变动计入损益的投资	1039	957	984	1011	1038
其他	3232	1710	1710	1710	1710
资产合计	31717	37777	42065	47246	53762
负债:					
短期借款	2540	1359	1339	1319	1299
贸易应付款项	4131	4467	4938	5480	6276
其他应付款项及应计费用	4939	5154	5697	6322	7242
合约负债	111	274	303	336	385
其他	1363	1817	1817	1817	1817
长期借款	11	2794	2794	2794	2794
其他应付款项	75	948	1048	1163	1333
负债合计	13170	16815	17937	19233	21147
权益:					
股本	8	8	8	8	8
股份溢价	20116	20762	20762	20762	20762
其他储备	-2508	-2520	-2520	-2520	-2520
保留盈利 / (累计亏损)	87	1752	4917	8803	13404
非控股权益	844	961	961	961	961
权益总额	18546	20962	24127	28014	32615
权益及负债总额	31717	37777	42065	47246	53762

现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
税前利润	1854	2398	3447	4386	5290
折旧摊销	911	1083	1176	1213	1256
营运资本变动	911	-310	1137	908	1477
其他	328	-201	-300	-518	-707
经营活动现金流入净额	4003	2970	5460	5990	7316
投资活动所得现金流					
资本开支	-794	-994	-1051	-1165	-1298
其他	-968	160	0	0	0
投资活动现金流出净额	-1762	-834	-1051	-1165	-1298
融资活动所得现金流					
借款所得款项	720	670	0	0	0
偿还银行借款及利息	-772	0	-20	-20	-20
其他	-540	9	0	0	0
融资活动现金流入 / (流出) 净额	-592	679	-20	-20	-20
现金及现金等价物净增加额	1649	2814	4390	4804	5998

资料来源: wind, 光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP