

同程旅行 (780 HK)

端午韧性增长持续，憧憬 2H24E 利润率回升

我们于上周举办同程非交易性路演，公司分享了近期端午 OTA 业务趋势，并围绕海外业务拓展、用户多渠道战略、酒店 ADR 趋势、利润率展望等维度展开探讨。同程端午期间酒店及交通增速均好于大盘，预计 2Q24E 业绩向好，且对全年财务指引保持乐观。投资人普遍认可公司业务增长及市占提升逻辑，核心顾虑为潜在利润摊薄。我们认为市场对利润率趋势存在过度反应，源于：1) 海外业务投入摊薄影响将于 2H24E 逐渐减弱；2) 有别于酒店大盘 ADR 压力，同程酒店 ADR 保持稳定；3) 旅业利润率因业务属性较 OTA 存在天然差异。重申同程长期看好观点，憧憬 2H24E 收入加速增长及利润率回升提振估值，暑期出行及 9/10 月假期为潜在催化剂。维持“买入”评级，目标价 26.1 港元。

■ **端午出行韧性凸显，市占提升持续。**端午全国国内旅游出行人次同比增长 6.3%，总花费同比增长 8.1%，人均旅游消费同比增长 1.7%。管理层表示同程端午期间增长强劲，酒店及交通增速均远高于大盘，其中机票增速约为大盘增速的 3 倍。管理层重申全年财务指引，对全年业绩保持乐观。憧憬 2H24E 收入加速增长，源于 3Q 强季节、基数正常化。

■ **海外业务积极拓展，利润率摊薄影响将于 2H24E 减弱。**国际业务目前占 OTA 收入比重约 3%-4%，目标 2-3 年内占比提升至 10%-15%。同程将继续借助国际机票价格优势渗透东南亚市场，其中供应链较为多元，且和多数友商存在错位竞争。1H24 海外投放预计对 OTA 利润端影响 1-2ppts，预计 2H24E 利润率影响逐步减弱。市场此前对利润率波动（国际业务及旅业摊薄）反应过度，期待 2H24E 利润率回升，且看好海外业务投入期过后进入长期盈利释放。

■ **酒店 ADR 保持稳健，新业务梯度接力。**投资人较为关注酒店 ADR 趋势及对利润率影响。相较于友商及酒店大盘 ADR 承压，同程酒店 ADR 保持稳定（1H24 预计同比持平），源于酒店组合中低星酒店占比较大，具备高防御性。用户渠道层面，公司自有 App 流量拓展取得成效，复购频次和 ARPU 均高于非 App 端，且客群存在较大差异化；微信渠道贡献稳定，复购频次稳中有升。除国际业务之外，期待酒店管理业务贡献更多增量：目前同程旗下主力品牌数达 10 个，开业酒店数量超 1,600 家，预计将加速门店扩张。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	6,585	11,896	17,607	20,257	22,718
同比增长 (%)	(12.6)	80.7	48.0	15.1	12.2
调整后净利润 (百万人民币)	646.2	2,199.1	2,606.8	3,039.7	3,440.4
稀释每股收益 (人民币)	0.29	0.98	1.16	1.35	1.53
同比增长 (%)	(50.6)	240.3	18.5	16.6	13.2
市场平均预估每股收益 (人民币)	NA	NA	1.09	1.34	1.65
市销率 (倍)	5.6	3.1	2.1	1.8	1.6
市盈率 (倍)	53.5	15.7	13.3	11.4	10.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	26.10 港元
潜在升幅	56.1%
当前股价	16.72 港元

中国传媒文娱

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	38,063.8
3 月平均流通量(百万港元)	188.2
52 周内股价高/低(百万港元)	22.30/13.56
总股本 (百万)	2255.0

资料来源：FactSet

股东结构

腾讯	21.2%
携程	20.7%

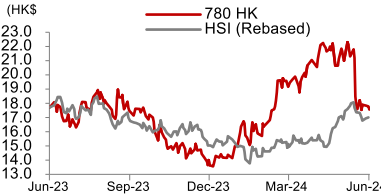
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-18.9%	-18.4%
3 - 月	-8.2%	-18.8%
6 - 月	28.7%	14.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	7,538	6,585	11,896	17,607	20,257	22,718
销售成本	(1,890)	(1,807)	(3,158)	(5,961)	(6,778)	(7,495)
毛利润	5,648	4,778	8,738	11,646	13,479	15,224
运营费用	(4,953)	(4,917)	(7,005)	(9,384)	(10,756)	(12,018)
销售费用	(3,036)	(2,801)	(4,473)	(5,934)	(6,827)	(7,656)
行政费用	(572)	(701)	(711)	(916)	(1,053)	(1,181)
其他租金及相关开支	(1,344)	(1,414)	(1,821)	(2,535)	(2,876)	(3,181)
运营利润	895	(24)	1,869	2,262	2,723	3,206
其他收入	124	102	(32)	0	0	0
其他费用	(91)	(28)	(17)	0	0	0
以公允价值计量的盈亏	98	154	123	0	0	0
其他盈亏	69	(114)	63	0	0	0
净利息收入(支出)	12	(79)	18	13	13	13
其他	(33)	(14)	(33)	0	0	0
税前利润	(875)	117	(1,854)	(2,275)	(2,736)	(3,219)
所得税	161	46	288	387	465	547
税后利润	(714)	164	(1,566)	(1,888)	(2,271)	(2,672)
非控股权益	10	18	(11)	0	0	0
净利润	723	(146)	1,554	1,888	2,271	2,672
调整后净利润	1,308	646	2,199	2,607	3,040	3,440

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,373	9,344	14,805	22,693	27,644	32,826
现金与现金等价物	2,046	4,065	8,256	14,307	18,574	23,137
限制性现金	55	55	55	55	55	55
应收账款	1,930	1,620	2,890	4,727	5,411	6,031
以公允价值计入损益的资产	3,343	3,604	3,604	3,604	3,604	3,604
非流动资产	14,133	13,733	13,325	12,940	12,491	12,033
物业及厂房及设备 (净额)	1,364	1,446	1,523	1,595	1,661	1,722
使用租赁权	217,064	217,064	217,064	217,064	217,064	217,064
递延税项	175	175	175	175	175	175
合资及联营公司投资	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128
无形资产	8,348	7,858	7,332	6,792	6,252	5,711
以公允价值计入损益的资产	828	828	828	828	828	828
其他非流动资产	(214,774)	(214,766)	(214,725)	(214,641)	(214,617)	(214,595)
流动负债	4,711	4,023	7,069	12,234	13,964	15,517
短期债务	20	20	20	20	20	20
应付账款	4,496	3,912	6,919	12,043	13,742	15,263
其他流动负债	49	58	70	84	101	121
合同负债	147	33	59	88	101	114
非流动负债	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536
长期债务	94	94	94	94	94	94
可转债	0	0	0	0	0	0
递延收入	497	497	497	497	497	497
其他非流动负债	946	946	946	946	946	946
股本	8	8	8	8	8	8
资本盈余	19,571	19,980	20,356	20,806	21,306	21,806
其他储备	(3,038)	(3,038)	(3,038)	(3,038)	(3,038)	(3,038)
股东权益总额	15,259	15,504	17,446	19,784	22,555	25,726
少数股东权益	39	22	33	33	33	33
总负债和股东权益	21,506	21,064	26,051	33,555	38,056	42,780

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	875	(117)	1,854	2,275	2,736	3,219
折旧摊销	384	389	394	400	405	411
税款	(161)	(46)	(288)	(387)	(465)	(547)
营运资金变化	1,328	(424)	1,735	3,244	1,022	912
其他	(2,747)	(381)	(3,863)	(5,732)	(3,898)	(4,194)
净经营现金流	(322)	(580)	(168)	(200)	(200)	(200)
投资现金流						
资本开支	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
处理短期投资所得现金	(529)	(102)	32	0	0	0
其他	667	381	150	187	187	187
净投资现金流	(62)	79	(18)	(13)	(13)	(13)
融资现金流						
净借贷	(49)	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(12)	79	(18)	(13)	(13)	(13)
净融资现金流	(62)	79	(18)	(13)	(13)	(13)
净现金流变动						
年初现金	1,804	4,318	4,065	8,256	14,307	18,574
汇率变动	0	0	0	0	0	0
年末现金	4,318	4,065	8,256	14,307	18,574	23,137
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	27.1%	(12.6%)	80.7%	48.0%	15.1%	12.2%
毛利润	33.3%	(15.4%)	82.9%	33.3%	15.7%	12.9%
经营利润	145.9%	na	na	21.0%	20.4%	17.7%
净利润	133.5%	na	na	21.5%	20.3%	17.6%
调整后净利润	37.1%	(50.6%)	240.3%	18.5%	16.6%	13.2%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	74.9%	72.6%	73.5%	66.1%	66.5%	67.0%
营业利益率	11.9%	(0.4%)	15.7%	12.8%	13.4%	14.1%
调整后净利润率	17.4%	9.8%	18.5%	14.8%	15.0%	15.1%
股本回报率	4.9%	(0.9%)	9.4%	10.1%	10.7%	11.1%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
流动比率 (倍)	1.6	2.3	2.1	1.9	2.0	2.1
应收账款周转天数	95.6	98.4	69.2	79.0	91.3	91.9
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	816.6	849.4	625.9	580.6	694.3	706.3
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市帐率	2.6	2.4	2.4	2.1	1.9	1.6
市盈率	26.4	53.5	15.7	13.3	11.4	10.0

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。