



同程旅行 (780.HK): 旅游行业强势复苏, 四季度或维持盈利; 上调目标价

维持买入评级, 提升目标价至 21.0 港元, 潜在升幅 19%。

- **旅游行业加速回暖, 四季度或维持盈利:** 我们预计公司 2022 年四季度业绩整体上仍受到国内疫情影响, 但自去年 12 月份以来, 国内防疫政策持续优化, 极大地释放了居民出行需求, 预计公司业绩得到显著修复。我们预计四季度收入或同比下降约 20%; 其中, 我们预计酒店业务收入或同比下降约 10%, 周边休闲游则具有更强韧性, 12 月份跨省旅游需求趋于上升; 我们预计交通业务收入或同比下降约 30%, 12 月份之后长途出行恢复迅速。收入端改善以及持续降本增效的措施, 或有助于公司在 2022 年四季度维持盈利。

春运旅游市场强势复苏, 业绩修复确定性高: 受国内防疫优化利好影响, 春节假期国内旅游市场迎来强势复苏。根据交通部数据显示, 截至 1 月 29 日, 全国春运铁路、公路、水陆、民航累计发送旅客 8.92 亿人次, 比 2019 年同期下降 46.9%, 比 2022 年同期增长 56%。我们认为, 在线旅游行业经历三年寒冬后, 或在 2023 年逐步回归正常, 在低基数上实现高增长。此外, 同程旅行此前发布《2023 春节假期旅行消费数据报告》报告显示, 机票、火车票、汽车票订单量反超 2019 年同期。2023 年春节假期, 同程旅行平台国内机票预订量较 2019 年同期增长 129%, 汽车票预订量较 2019 年同期增长 230%, 火车票预订量较 2019 年同期增长 18%。在后疫情时代, 公司业绩或将得到持续修复。同时, 受益于在低线城市的优势, 有望进一步抢占市场份额。

- **维持“买入”评级, 提升目标价至 21.0 港元:** 旅游行业加速回暖, 或带动盈利估值进一步修复。我们提升目标价至 21 港元, 对应 30x/22x 2023E/2024E 年市盈率。
- **投资风险:** 宏观经济放缓; 竞争激烈或导致用户增长不及预期; 市场推广或导致利润率下滑。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	5,933	7,538	6,562	8,526	10,189
经营利润	382	895	(177)	838	1,367
调整后净利润	954	1,316	620	1,315	1,782
调整后目标 PE(x)			63.6	30.0	22.1

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2023 年 2 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	21
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (港元)	17.7
52 周内股价区间 (港元)	9-20.4
总市值 (百万港元)	39,642
近 3 月日均成交额 (百万港元)	117

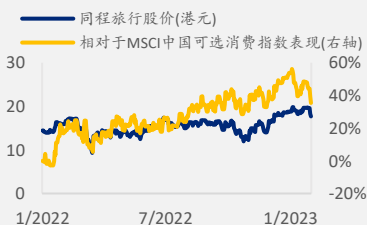
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 1 月 31 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	5,933	7,538	6,562	8,526	10,189
收入成本	(1,697)	(1,890)	(1,742)	(2,174)	(2,547)
毛利	4,236	5,648	4,821	6,351	7,642
研发费用	(1,246)	(1,344)	(1,388)	(1,449)	(1,630)
销售费用	(2,131)	(3,036)	(2,858)	(3,240)	(3,668)
管理费用	(522)	(572)	(698)	(767)	(917)
其他营业费用	44	200	(54)	(57)	(60)
经营盈利	382	895	(177)	838	1,367
利息收益	23	12	(44)	-	-
其他收益	(7)	(33)	(10)	-	-
除税前盈利	398	875	(232)	838	1,367
所得税开支	(72)	(161)	(18)	(168)	(273)
年度盈利	326	714	(250)	671	1,093
少数股东权益	(2)	(10)	(11)	-	-
本公司权益持有人	328	723	(240)	671	1,093
调整后净利润	954	1,316	620	1,315	1,782

现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
除税前盈利	398	875	(232)	838	1,367
折旧及摊销	157	124	138	152	172
股权激励费用	382	330	395	415	435
其他调整项	378	307	-	-	-
营运资金变动	(1,179)	202	(86)	330	288
经营现金流	136	1,838	215	1,735	2,262
固定资产	(160)	(310)	(270)	(351)	(419)
无形资产	(6)	(0)	(0)	(0)	(0)
短期投资	(302)	1,791	-	-	-
其他投资现金流	(305)	(3,043)	(0)	(0)	(0)
投资现金流	(773)	(1,563)	(270)	(351)	(420)
借款净额	(91)	(57)	-	-	-
其他融资现金流	267	37	-	-	-
融资现金流	177	(20)	-	-	-
现金净流量	(461)	255	(55)	1,384	1,842
年初现金及现金等价物	2,271	1,804	2,046	1,991	3,374
汇率变动影响	(6)	(14)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,804	2,046	1,991	3,374	5,217

资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	1,804	2,046	1,991	3,374	5,217
应收款项	932	670	584	758	906
短期投资	4,913	3,343	3,343	3,343	3,343
其他流动资产	1,180	1,314	1,314	1,314	1,314
流动资产合计	8,830	7,373	7,232	8,790	10,780
固定资产	1,226	1,364	1,496	1,695	1,942
无形资产	7,481	8,348	8,348	8,349	8,349
长期投资	1,114	3,967	3,967	3,967	3,967
其他非流动资产	464	454	454	454	454
非流动资产合计	10,284	14,133	14,265	14,464	14,712
资产总计	19,114	21,506	21,496	23,254	25,492
短期借款	49	20	20	20	20
应付账款	2,001	2,207	2,034	2,539	2,974
其他流动负债	2,184	2,485	2,485	2,485	2,485
流动负债合计	4,234	4,711	4,539	5,043	5,479
长期借款	113	94	94	94	94
其他非流动负债	750	1,443	1,443	1,443	1,443
非流动负债合计	863	1,536	1,536	1,536	1,536
负债总计	5,097	6,248	6,075	6,580	7,016
股本溢价	19,054	19,578	19,578	19,578	19,578
保留盈利及其他	(5,040)	(4,359)	(4,197)	(2,944)	(1,142)
本公司权益持有人应占权益	14,014	15,219	15,382	16,635	18,437
非控制性权益	3	39	39	39	39
权益总额	14,017	15,259	15,421	16,674	18,476

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
盈利增速					
营业收入增速	-19.8%	27.1%	-12.9%	29.9%	19.5%
毛利润增速	-16.5%	33.3%	-14.6%	31.8%	20.3%
经营利润增速	-55.6%	134.4%	NM	NM	63.0%
净利润增速	-52.6%	119.2%	NM	NM	63.0%
调整后净利润增速	-38.2%	37.9%	-52.8%	112.0%	35.5%
盈利能力比率					
毛利率	71.4%	74.9%	73.5%	74.5%	75.0%
经营利润率	6.4%	11.9%	-2.7%	9.8%	13.4%
净利率	5.5%	9.5%	-3.8%	7.9%	10.7%
调整后净利率	16.1%	17.5%	9.5%	15.4%	17.5%
每股指标 (元)					
基本EPS	0.2	0.3	-0.1	0.3	0.5
摊薄EPS	0.2	0.3	-0.1	0.3	0.5
调整后EPS	0.4	0.6	0.3	0.6	0.8
估值 (倍)					
调整后目标P/E			63.6	30.0	22.1
目标P/S			6.0	4.6	3.9
目标P/B			6.5	6.0	5.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 同程旅行



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 互联网行业覆盖公司

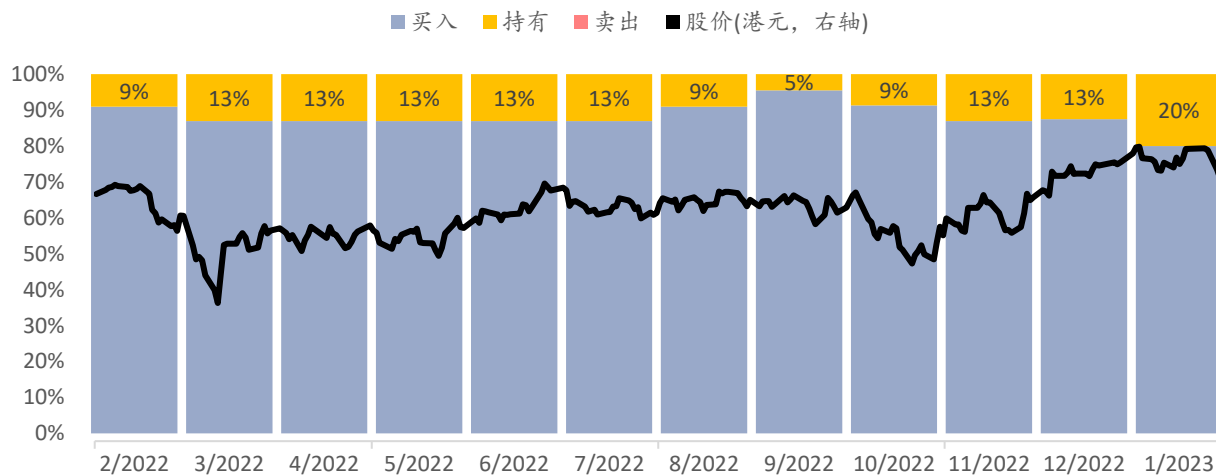
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	107.60	买入	124.00	9/9/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	111.20	买入	127.00	9/9/2022	电商
9618 HK Equity	京东	231.60	买入	291.00	9/9/2022	电商
JD US Equity	京东	59.83	买入	75.00	9/9/2022	电商
PDD US Equity	拼多多	97.15	买入	108.00	29/11/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.90	持有	11.00	9/9/2022	电商
9878 HK Equity	汇通达	39.20	买入	50.00	9/9/2022	电商
9991 HK Equity	宝尊	18.84	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	7.40	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	382.20	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	174.60	买入	233.00	14/6/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	68.65	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	194.80	买入	170.00	30/11/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	25.32	买入	22.00	30/11/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	17.70	买入	21.00	1/2/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.26	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	6.28	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	28.80	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	24.51	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	17.08	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	7.35	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	64.61	买入	140.00	18/5/2022	电商、游戏

注：港股、A股股价截至1月31日，美股截至1月30日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

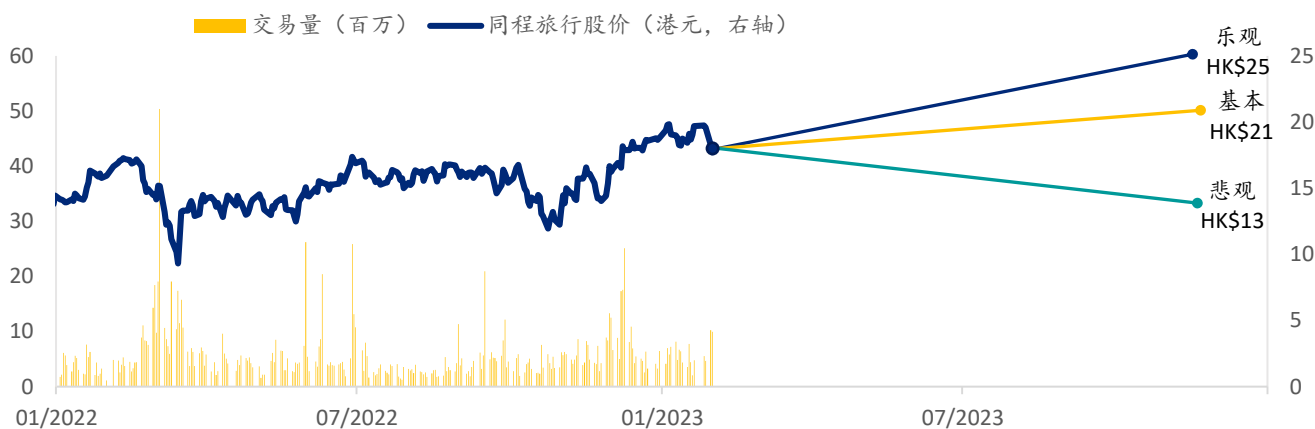
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 同程旅行市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 同程旅行 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利水平好于预期	悲观情景: 公司盈利水平不及预期
目标价: 25.0 港元	目标价: 13.0 港元
概率: 20%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> 行业复苏强劲, 推动营收超预期 若低线城市渗透好于预期, 盈利能力持续改善 	<ul style="list-style-type: none"> 行业复苏不及预期, 使得营收弱于预期 竞争激烈或导致低线酒店的盈利水平不及预期

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 损益表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
损益表					
住宿预订	1,945	2,409	2,411	3,376	4,220
交通票务	3,471	4,458	3,365	4,206	4,837
其他	516	671	786	943	1,132
收入合计	5,933	7,538	6,562	8,526	10,189
收入成本	(1,697)	(1,890)	(1,742)	(2,174)	(2,547)
毛利	4,236	5,648	4,821	6,351	7,642
研发费用	(1,246)	(1,344)	(1,388)	(1,449)	(1,630)
销售费用	(2,131)	(3,036)	(2,858)	(3,240)	(3,668)
管理费用	(522)	(572)	(698)	(767)	(917)
其他营业费用	44	200	(54)	(57)	(60)
经营盈利	382	895	(177)	838	1,367
利息收益	23	12	(44)	-	-
其他收益	(7)	(33)	(10)	-	-
除税前盈利	398	875	(232)	838	1,367
所得税开支	(72)	(161)	(18)	(168)	(273)
年度盈利	326	714	(250)	671	1,093
少数股东权益	(2)	(10)	(11)	-	-
本公司权益持有人	328	723	(240)	671	1,093
非通用会计准则					
股份酬金	350	333	395	415	435
无形资产摊销	278	249	209	230	253
其他调整项	0	20	267	-	-
调整后净利润	954	1,316	620	1,315	1,782

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 7: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
资产负债表					
现金及现金等价物	1,804	2,046	1,991	3,374	5,217
应收款项	932	670	584	758	906
短期投资	4,913	3,343	3,343	3,343	3,343
其他流动资产	1,180	1,314	1,314	1,314	1,314
流动资产合计	8,830	7,373	7,232	8,790	10,780
固定资产	1,226	1,364	1,496	1,695	1,942
无形资产	7,481	8,348	8,348	8,349	8,349
长期投资	1,114	3,967	3,967	3,967	3,967
其他非流动资产	464	454	454	454	454
非流动资产合计	10,284	14,133	14,265	14,464	14,712
资产总计	19,114	21,506	21,496	23,254	25,492
短期借款	49	20	20	20	20
应付账款	2,001	2,207	2,034	2,539	2,974
其他流动负债	2,184	2,485	2,485	2,485	2,485
流动负债合计	4,234	4,711	4,539	5,043	5,479
长期借款	113	94	94	94	94
其他非流动负债	750	1,443	1,443	1,443	1,443
非流动负债合计	863	1,536	1,536	1,536	1,536
负债总计	5,097	6,248	6,075	6,580	7,016
股本溢价	19,054	19,578	19,578	19,578	19,578
保留盈利及其他	(5,040)	(4,359)	(4,197)	(2,944)	(1,142)
本公司权益持有人应占权益	14,014	15,219	15,382	16,635	18,437
非控制性权益	3	39	39	39	39
权益总额	14,017	15,259	15,421	16,674	18,476
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	136	1,838	215	1,735	2,262
投资活动现金流量净额	(773)	(1,563)	(270)	(351)	(420)
融资活动所得现金流量净额	177	(20)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(461)	255	(55)	1,384	1,842
汇率变动影响	(6)	(14)	-	-	-
年初现金及现金等价物	2,271	1,804	2,046	1,991	3,374
年末现金及现金等价物	1,804	2,046	1,991	3,374	5,217

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。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个人。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(汇通达 9878.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

