

2025年03月21日

同程旅行(0780.HK)

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

核心 OTA 稳健增长趋势不变，关注 AI 产品落地

同程旅行 4 季度核心 OTA 业务收入/经营利润同比增 20%/44%，公司整体收入/经调整净利润超我们预期 5%/7%。我们预计 2025 年核心 OTA 业务收入同比增 18%，仍快于行业大盘，经营利润率同比提升至 28%。看好公司中长期增长潜力，建议关注近期程心 AI 产品迭代进展。

报告摘要

核心 OTA 业务延续稳健增长趋势：4 季度总收入 44 亿元，同比增 13%，超我们预期 5%。核心 OTA 收入同比增 20%，其中住宿预订收入同比增 29%，受间夜量稳健增长驱动，交通票务收入同比 17%，受益于增值服务带动变现率提升。度假业务收入 6.3 亿元，因季节性因素环比回落。核心 OTA 经营利润同比增 44%，经营利润率 28.4%，同比提升 5 个百分点，效率优化趋势延续。经调整净利润同比增 37%至 6.6 亿元，超我们的预期 7%，净利润率 15.6%，同比稳定。

单客价值提升持续验证：4 季度 MPU 为 4,100 万，同比增 9%（净增 350 万）。2024 年 APU 为 2.38 亿，同比增 2%，以 GMV/APU 计算的年度用户花费为 1,073 元，同比增 4%；全年累计服务 19.3 亿人次，同比增 9%，对应 APU 平均频次为 8.1 次/年，同比增 8%。单客平均花费及订单频次的提升，是平台 GMV 及收入增长的双驱动，已持续得到验证。从流量分布看，微信渠道流量稳定，自有 App 建设取得可观进展，App 全年日活用户同比增超 1 倍。

旅游大模型程心 AI 升级平台服务：今年 3 月，公司自研旅游大模型程心 AI 接入 DeepSeek，提供“AI+实时预订”服务，将 AI 推理功能在用户推荐、出行方案匹配、订单预定等全链路运用。我们认为，公司在旅游场景的 AI 运用落地，有望提升用户互动及订单转化效率，中长期有降低运营成本潜力。

财务预测：我们预计 1 季度核心 OTA 收入同比增 16%，受益于交叉销售、单客花费及频次提升，住宿预订间夜量有望延续健康增长；预计核心 OTA 经营利润同比增 44%，利润率改善趋势延续。展望 2025 年，我们维持核心 OTA 收入增 18%的预期，度假业务或有小幅波动。预计全年净利润率小幅提升至 16.4%。看中长期增长动力，1) 国内业务增长稳健，公司有望维持高于旅游大盘增速，动力来用户频次及花费提升。2) 国际业务是第二增长曲线，2024 年国际机票/酒店预定量同比增超 130%/110%，估算国际业务对 OTA 业务的收入占比在中低个位数，我们认为中期有望提升至 10%-15%。

估值：考虑市场情绪好转，我们上调估值倍数，给予 16.0 倍 2025 年市盈率，上调目标价至 23.9 港元（前值：22.5 港元），较最近收盘价有 30%的潜在涨幅，维持“买入”评级。我们建议投资人关注程心 AI 产品迭代，公司有望在大模型旅游场景落地机遇中升级商业模式。

风险：消费疲弱影响旅游支出；用户 ARPU 提升不及预期。

财务及估值摘要

| 财年截止12月31日 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入（百万元） | 6,585 | 11,896 | 17,341 | 19,790 | 22,467 | 25,259 |
| 同比增长（%） | -12.6% | 80.7% | 45.8% | 14.1% | 13.5% | 12.4% |
| 调整后净利润（百万元） | 647 | 2,199 | 2,785 | 3,243 | 3,796 | 4,434 |
| 调整后净利润率（%） | 9.8% | 18.5% | 16.1% | 16.4% | 16.9% | 17.6% |
| 调整后每股盈利（元） | 0.29 | 0.98 | 1.24 | 1.44 | 1.69 | 1.97 |
| 市盈率（倍） | 63.5 | 18.7 | 14.7 | 12.7 | 10.8 | 9.3 |
| 市销率（倍） | 6.2 | 3.5 | 2.4 | 2.1 | 1.8 | 1.6 |
| 净资产收益率（%） | -0.9% | 8.4% | 9.4% | 9.3% | 8.8% | 8.5% |

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

23.9 港元

股价(2025-03-20)

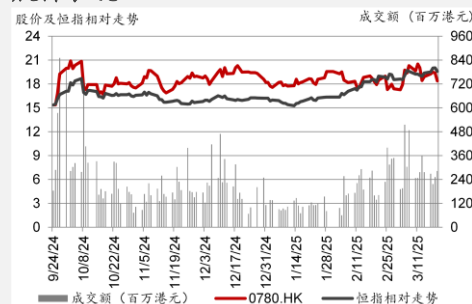
18.38 港元

| | |
|--------------|-----------|
| 总市值(百万港元) | 42,781 |
| 流通市值(百万港元) | 22,367 |
| 总股本(百万股) | 2,328 |
| 流通股本(百万股) | 1,217 |
| 12 个月低/高(港元) | 17.0/20.8 |
| 平均成交(百万港元) | 196.6 |

股东结构

| | |
|---------------------|--------|
| 腾讯(700.HK) | 20.46% |
| 携程(9961.HK/TCOM.US) | 19.96% |
| 其他 | 59.58% |

股价表现



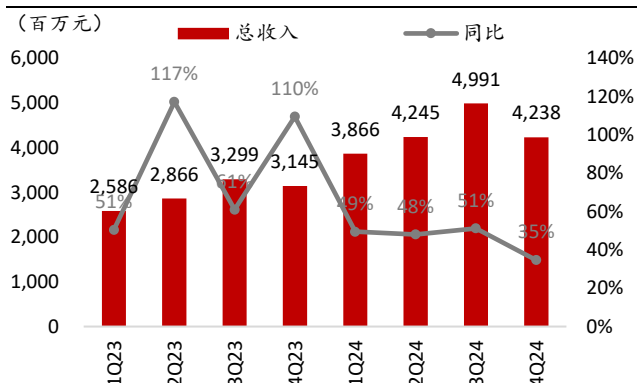
| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|--------|--------|--------|
| 相对收益 | -10.35 | -30.26 | -47.72 |
| 绝对收益 | -3.26 | -7.64 | -1.20 |

数据来源：彭博、港交所、公司

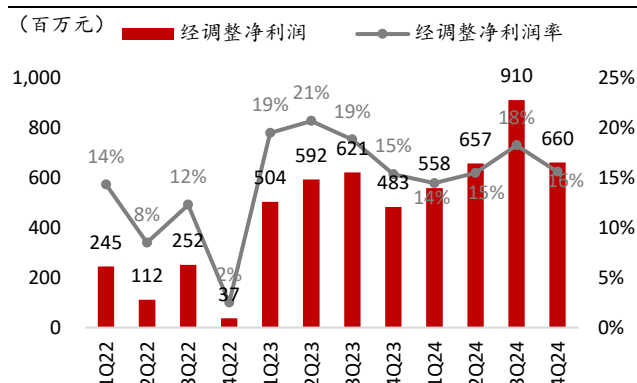
王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

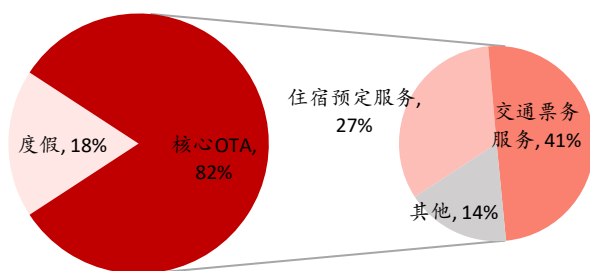
2024 年 4 季度业绩概览

图表 1: 4Q24 总收入同比增 35%


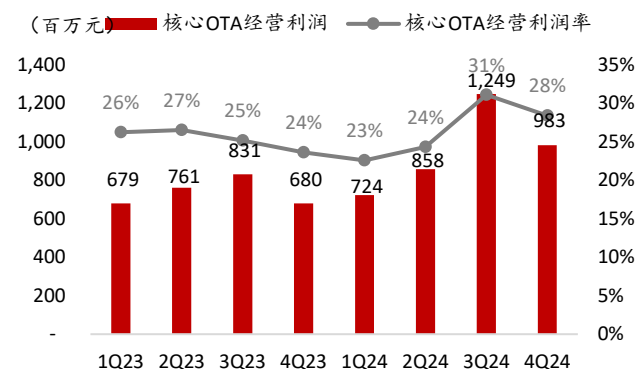
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 4Q24 经调整净利润同比增 37%


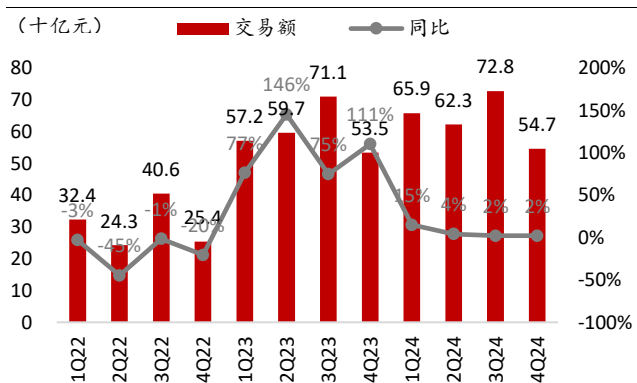
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 4Q24 核心 OTA 收入占比 82%


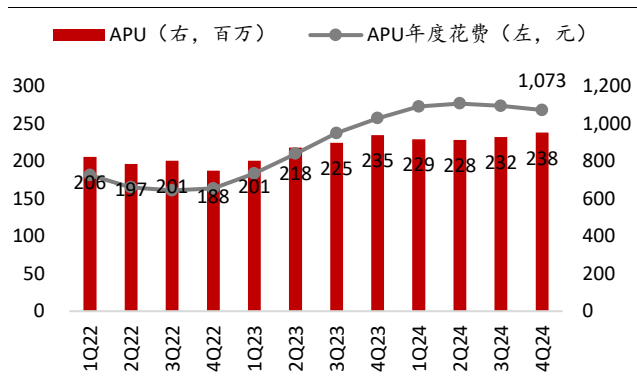
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 4: 4Q24 核心 OTA 经营利润率 28%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 5: 4Q24 GMV 同比增 2%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 6: APU 平均年度花费维持超 1,000 元水平


资料来源: 公司财报, 国证国际

财务预测更新

图表 7：利润表预测更新

| 同程旅行780. HK 百万元 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 3,145 | 3,866 | 4,245 | 4,991 | 4,238 | 4,356 | 11,896 | 17,341 | 19,790 | 22,467 | 25,259 |
| 同比 | 110% | 49% | 48% | 51% | 35% | 13% | 81% | 46% | 14% | 14% | 12% |
| 核心OTA业务 | 2,610 | 3,203 | 3,526 | 4,013 | 3,457 | 3,727 | 11,629 | 14,199 | 16,778 | 19,305 | 21,935 |
| 同比 | 92% | 24% | 23% | 22% | 20% | 16% | 77% | 22% | 18% | 15% | 14% |
| 住宿预定服务 | 882 | 965 | 1,191 | 1,378 | 1,135 | 1,164 | 3,900 | 4,668 | 5,497 | 6,386 | 7,237 |
| 同比 | 73% | 16% | 13% | 22% | 29% | 21% | 61% | 20% | 18% | 16% | 13% |
| 交通票务服务 | 1,473 | 1,737 | 1,743 | 2,027 | 1,723 | 1,965 | 6,030 | 7,229 | 8,294 | 9,413 | 10,657 |
| 同比 | 95% | 26% | 17% | 21% | 17% | 13% | 78% | 20% | 15% | 14% | 13% |
| 其他 | 522 | 502 | 592 | 609 | 599 | 598 | 1,699 | 2,302 | 2,987 | 3,505 | 4,042 |
| 度假 | 267 | 663 | 719 | 979 | 780 | 630 | 267 | 3,141 | 3,012 | 3,163 | 3,324 |
| 销售成本 | -970 | -1,351 | -1,501 | -1,827 | -1,548 | -1,514 | -3,158 | -6,227 | -7,051 | -7,950 | -8,874 |
| 毛利 | 2,175 | 2,515 | 2,744 | 3,165 | 2,690 | 2,842 | 8,738 | 11,113 | 12,738 | 14,518 | 16,385 |
| 毛利率 | 69.2% | 65.0% | 64.6% | 63.4% | 63.5% | 65.2% | 73.5% | 64.1% | 64.4% | 64.6% | 64.9% |
| 服务开发开支 | -515 | -487 | -494 | -505 | -515 | -527 | -1,821 | -2,001 | -2,222 | -2,501 | -2,761 |
| 占收入比 | 16% | 13% | 12% | 10% | 12% | 12% | 15% | 12% | 11% | 11% | 11% |
| 销售及营销开支 | -1,127 | -1,368 | -1,502 | -1,468 | -1,283 | -1,438 | -4,473 | -5,621 | -6,161 | -6,972 | -7,788 |
| 占收入比 | 36% | 35% | 35% | 29% | 30% | 33% | 38% | 32% | 31% | 31% | 31% |
| 行政开支 | -115 | -265 | -272 | -328 | -341 | -295 | -711 | -1,206 | -1,317 | -1,472 | -1,605 |
| 占收入比 | 4% | 7% | 6% | 7% | 8% | 7% | 6% | 7% | 7% | 7% | 6% |
| 经营利润 | 388 | 455 | 517 | 977 | 474 | 609 | 1,869 | 2,423 | 3,108 | 3,640 | 4,276 |
| OPM | 12.3% | 11.8% | 12.2% | 19.6% | 11.2% | 14.0% | 15.7% | 14.0% | 15.7% | 16.2% | 16.9% |
| 核心OTA | 680 | 724 | 858 | 1,249 | 983 | 1,043 | 2,952 | 3,815 | 4,698 | 5,492 | 6,339 |
| OPM | 23.6% | 22.6% | 24.3% | 31.1% | 28.4% | 28.0% | 25.4% | 26.9% | 28.0% | 28.5% | 28.9% |
| 度假业务 | -8 | 44 | 1 | 24 | 18 | 25 | -8 | 87 | 72 | 63 | 100 |
| OPM | -2.9% | 6.6% | 0.1% | 2.4% | 2.3% | 4.0% | -2.9% | 2.8% | 2.4% | 2.0% | 3.0% |
| 净利润 | 311 | 400 | 429 | 803 | 355 | 541 | 1,566 | 1,988 | 2,619 | 3,088 | 3,659 |
| 净利润率 | 9.9% | 10.4% | 10.1% | 16.1% | 8.4% | 12.4% | 13.2% | 11.5% | 13.2% | 13.7% | 14.5% |
| 调整后净利润 | 483 | 558 | 657 | 910 | 660 | 711 | 2,199 | 2,785 | 3,243 | 3,796 | 4,434 |
| 调整后净利润率 | 15.3% | 14.4% | 15.5% | 18.2% | 15.6% | 16.3% | 18.5% | 16.1% | 16.4% | 16.9% | 17.6% |

资料来源：公司财报，国证国际预测

附表：财务报表预测

| 利润表 | | | | | | | 资产负债表 | | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (百万人民币) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | (百万人民币) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 6,585 | 11,896 | 17,341 | 19,790 | 22,467 | 25,259 | 贸易应收款项 | 888 | 1,218 | 1,728 | 1,999 | 2,254 | 2,543 |
| 营业成本 | -1,807 | -3,158 | -6,227 | -7,051 | -7,950 | -8,874 | 按公允价值计量且其变动计入损益的短期投资 | 2,669 | 1,632 | 2,733 | 2,733 | 2,733 | 2,733 |
| 毛利润 | 4,778 | 8,738 | 11,113 | 12,738 | 14,518 | 16,385 | 预付款项及其他应收款项 | 2,697 | 4,370 | 5,450 | 5,824 | 6,612 | 7,434 |
| 销售费用 | -2,801 | -4,473 | -5,621 | -6,161 | -6,972 | -7,788 | 按摊销成本计量的短期投资 | 494 | 2,317 | 161 | 2,019 | 2,292 | 2,577 |
| 研发费用 | -1,414 | -1,821 | -2,001 | -2,222 | -2,501 | -2,761 | 受限制现金 | 88 | 145 | 136 | 156 | 177 | 199 |
| 管理费用 | -701 | -711 | -1,206 | -1,317 | -1,472 | -1,605 | 总资产 | 3,547 | 5,192 | 8,020 | 17,090 | 23,688 | 30,266 |
| 金融资产减值亏损 | -28 | -17 | 18 | 12 | 15 | 13 | 流动资产合计 | 10,384 | 14,900 | 18,241 | 29,821 | 37,756 | 45,751 |
| 其他收益 | 154 | 123 | 104 | 119 | 70 | 71 | 递延税项资产 | 1,598 | 2,495 | 3,147 | 3,591 | 4,077 | 4,584 |
| 营业利润 | -24 | 1,869 | 2,423 | 3,108 | 3,640 | 4,276 | 无形资产 | 8,581 | 9,580 | 10,814 | 10,955 | 11,097 | 11,241 |
| 财务成本净额 | -79 | 18 | -36 | -9 | -23 | -16 | 采用权益法入账的投资 | 1,379 | 1,430 | 1,682 | 1,716 | 1,750 | 1,785 |
| 税前利润 | -117 | 1,854 | 2,398 | 3,098 | 3,633 | 4,270 | 按公允价值计量且其变动计入损益的投资 | 758 | 1,039 | 957 | 976 | 996 | 1,016 |
| 所得税 | -46 | -288 | -410 | -479 | -544 | -612 | 其他非流动资产 | 2,334 | 2,272 | 2,936 | 2,672 | 3,007 | 3,356 |
| 税后利润 | -164 | 1,566 | 1,988 | 2,619 | 3,088 | 3,659 | 非流动资产合计 | 14,651 | 16,817 | 19,537 | 19,910 | 20,927 | 21,982 |
| 少数股东权益 | -18 | 11 | 14 | 5 | 5 | 5 | 总资产合计 | 25,035 | 31,717 | 37,777 | 49,731 | 58,683 | 67,733 |
| 归母净利润 | -146 | 1,554 | 1,974 | 2,614 | 3,083 | 3,654 | 交易用户预付款项 | 2,522 | 4,131 | 4,467 | 8,462 | 9,539 | 9,761 |
| 经调整净利润 | 647 | 2,199 | 2,785 | 3,243 | 3,796 | 4,434 | 其他应付款项及应计费用 | 3,040 | 4,939 | 5,154 | 5,836 | 6,579 | 7,345 |
| | | | | | | | 递延收入 | 443 | 2,540 | 1,359 | 1,309 | 1,259 | 1,209 |
| | | | | | | | 其他流动负债 | 112 | 277 | 617 | 623 | 629 | 635 |
| | | | | | | | 流动负债合计 | 6,117 | 11,887 | 11,597 | 16,230 | 18,007 | 18,951 |
| | | | | | | | 借款 | 1,858 | 11 | 2,794 | 2,704 | 2,614 | 2,524 |
| | | | | | | | 其他应付款项 | 327 | 75 | 948 | 1,082 | 1,229 | 1,382 |
| | | | | | | | 递延所得税负债 | 605 | 745 | 767 | 875 | 993 | 1,117 |
| | | | | | | | 其他非流动性负债 | 137 | 453 | 708 | 729 | 750 | 771 |
| | | | | | | | 非流动负债合计 | 2,928 | 1,283 | 5,218 | 5,390 | 5,586 | 5,794 |
| | | | | | | | 负债合计 | 9,044 | 13,170 | 16,815 | 21,621 | 23,594 | 24,745 |
| | | | | | | | 股本 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| | | | | | | | 股本溢价 | 19,877 | 20,116 | 20,762 | 21,032 | 21,305 | 21,582 |
| | | | | | | | 储备及其他资本项目 | -3,894 | -1,577 | 193 | 7,071 | 13,776 | 21,398 |
| | | | | | | | 所有者权益合计 | 15,990 | 18,546 | 20,962 | 28,110 | 35,089 | 42,988 |
| | | | | | | | 负债及权益合计 | 25,035 | 31,717 | 37,777 | 49,731 | 58,683 | 67,733 |

| 现金流量简表 | | | | | | | 主要财务比率 | | | | | | |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (百万人民币) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 税前利润 | -117 | 1,854 | 2,398 | 3,098 | 3,633 | 4,270 | P/E(x)* | 63.5 | 18.7 | 14.7 | 12.7 | 10.8 | 9.3 |
| 财务费用 | -137 | -157 | -231 | -194 | -212 | -203 | P/B(x) | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| 折旧及摊销 | 985 | 1,034 | 1,087 | 1,142 | 1,189 | 1,234 | Dividend yield(%) | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 所得税 | -50 | 131 | -18 | 278 | 360 | 465 | Gross margin(%) | 73% | 73% | 64% | 64% | 65% | 65% |
| 营运资金变动 | -1,001 | 582 | 152 | 4,098 | 851 | -47 | Net margin(%) | -2% | 13% | 11% | 13% | 14% | 14% |
| 经营活动现金流 | 302 | 4,003 | 2,970 | 8,937 | 6,425 | 6,372 | SG&A/sales(%) | 75% | 59% | 51% | 49% | 49% | 48% |
| 投资活动现金流 | -397 | -1,762 | -834 | 604 | 649 | 673 | ROE(%) | -1% | 8% | 9% | 9% | 9% | 8% |
| 融资活动现金流 | 1,535 | -592 | 679 | -458 | -477 | -467 | ROA(%) | -1% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 期初现金 | 1,441 | 1,649 | 2,814 | 9,083 | 6,598 | 6,578 | Asset to equity ratio | 157% | 171% | 180% | 177% | 167% | 158% |
| 期末现金 | 3,547 | 5,192 | 8,007 | 17,090 | 23,688 | 30,266 | | | | | | | |

资料来源：公司财报，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010