



拟收购万达酒管，业绩边际改善趋势确定

—— 公司信息更新

2025 年 04 月 20 日

核心观点

- **事件：**4 月 17 日，同程发布公告拟以 25 亿元的价格收购万达酒店发展有限公司旗下万达酒店管理（香港）有限公司 100% 股权。
- **万达酒管覆盖 8 家知名中高端酒店品牌超 4 万间客房，公司本次收购对价估值合理。**此次收购标的为万达酒管，为万达酒店发展旗下轻资产板块，主要从事酒店管理和运营、酒店设计、酒店建设管理等相关服务，旗下品牌包括万达瑞华、万达文华、万达嘉华等 9 大奢华和中高端酒店品牌。截至 2024 年，万达酒管旗下在营酒店 204 家，酒店客房数达 40200 间，另有 376 家已签约。2024 年万达发展酒店运营及管理服务分部营收 7.2 亿元/同比+0.5%，酒店运营及管理服务板块为分布中唯一增长的业务，2024 年营收 5.7 亿元/同比+3.9%。本次收购初始价格为 35 亿元，EV/2023 年经调 EBITDA 倍数为 9.5X，对比华住集团/锦江酒店/亚朵 10.5X/9.2X/19.8X 估值当前估值水平较为理想。
- **并购万达酒管可完善同程高端酒店品牌布局，协同效应显著。**同程旗下轻资产酒管业务艺龙酒店科技平台主要以中端和经济型品牌为主，截至 2024 年平台旗下运营酒店已接近 2300 家，另有签约筹备中酒店 1400 家。我们认为万达酒管的加入，一方面在于扩大公司酒管业务规模，另一方面则在于弥补同程酒管品牌矩阵在高端品牌方面的空白，同时将管理酒店规模从当前的 3700 家拓展至约 4300 家。协同效应方面，同程超 87% 的注册用户来自于非一线城市，结合万达酒店的高端客群资源，可加速下沉市场的高端酒店渗透，同时同程与万达“万悦会”（超 1000 万）会员体系整合下将有望促进交叉销售、提升用户价值。
- **国内出行需求稳健，精细化运营推动利润率持续优化。**1Q25 国内出行需求稳健，铁路/民航客运量同比+5.9%/+7.5%，酒店 1Q25 RevPAR 逐步企稳，我们预计公司 Q1 业绩将维持两位数增幅，继续保持稳健。此外，自 2Q24 以来公司持续优化微信端补贴和出境游业务投放，ROI 提升叠加交叉销售加强推动利润率持续上行，考虑未来国内文旅消费补贴政策存加码可能，公司作为国内旅游业务敞口最大的 OTA 平台，业绩弹性将更为明显。
- **投资建议：**考虑公司精细化运营能力持续提升，结合潜在政策红利和万达酒管并购事项带来增量，公司净利率边际改善趋势有望延续。我们预计 2025-2027 调整后净利润为 32 亿/39 亿/45 亿元，当前股价对应调整后 PE 16X/13X/12X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；新业务拓展不及预期风险；收购财务风险。

主要财务指标预测(单位：百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17341	19861	22240	24336
收入增长率	46%	15%	12%	9%
经调整净利润	2,785	3,211	3,938	4,504
利润增速	26.67%	15.28%	22.62%	14.38%
调整后摊薄 EPS(元)	1.20	1.38	1.69	1.93
调整后 PE	18.54	16.12	13.17	11.53

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

同程旅行 (0780.HK)

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

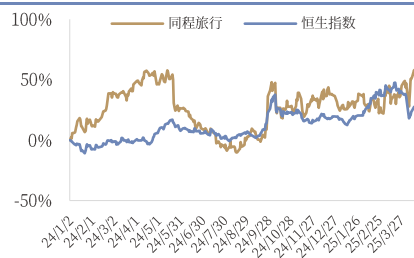
市场数据

2025-04-17

股票代码	0780
H 股收盘价(元, 港币)	22.3
恒生指数	21395.14
总股本(亿股)	23.3
实际流通股(亿股)	23.3
流通 H 股市值(亿元, 港币)	518

相对指数表现图

2025-04-17



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河社服】4 月投资月报：蜜雪、古茗财报符合预期，关注餐饮板块拐点机会

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,241	24,001	27,339	32,222
现金	8,020	12,766	15,855	20,357
应收账款及票据	1,728	1,997	2,229	2,442
存货	7	6	7	7
其他	8,486	9,232	9,248	9,417
非流动资产	19,537	19,722	19,929	20,129
固定资产	3,147	3,147	3,147	3,147
无形资产	11,723	11,723	11,723	11,723
其他	4,666	4,851	5,059	5,259
资产总计	37,777	43,723	47,268	52,352
流动负债	11,597	14,935	15,159	16,350
短期借款	1,359	1,271	819	488
应付账款及票据	4,467	6,355	6,417	7,097
其他	5,771	7,309	7,923	8,766
非流动负债	5,218	5,218	5,218	5,218
长期债务	2,794	2,794	2,794	2,794
其他	2,423	2,423	2,423	2,423
负债合计	16,815	20,153	20,376	21,568
普通股股本	8	8	8	8
储备	19,994	22,583	25,882	29,747
归属母公司股东权益	20,001	22,591	25,889	29,755
少数股东权益	961	979	1,002	1,029
股东权益合计	20,962	23,569	26,892	30,784
负债和股东权益	37,777	43,723	47,268	52,352

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,970	4,632	3,111	4,451
净利润	1,974	2,576	3,286	3,852
少数股东权益	14	18	23	27
折旧摊销	0	0	0	0
营运资金变动及其他	982	2,038	-198	572
投资活动现金流	-834	334	551	487
资本支出	0	0	0	0
其他投资	-834	334	551	487
筹资活动现金流	679	-233	-586	-449
借款增加	0	-88	-452	-331
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-145	-134	-118
其他	679	0	0	0
现金净增加额	2,828	4,746	3,089	4,502

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,341	19,861	22,240	24,336
其他收入	0	0	0	0
营业成本	6,227	6,951	7,561	8,153
销售费用	5,621	6,356	7,005	7,544
管理费用	1,206	1,291	1,446	1,582
研发费用	2,001	2,284	2,558	2,799
财务费用	36	-76	-217	-318
除税前溢利	2,398	3,128	3,991	4,678
所得税	410	534	682	799
净利润	1,988	2,594	3,309	3,879
少数股东损益	14	18	23	27
归属母公司净利润	1,974	2,576	3,286	3,852
EBIT	2,434	3,053	3,774	4,360
EBITDA	2,434	3,053	3,774	4,360
EPS (元)	0.87	1.11	1.41	1.65
Non-GAAP 净利润	2,785	3,211	3,938	4,504
Non-GAAP EPS	1.20	1.38	1.69	1.93

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45.77%	14.53%	11.98%	9.43%
归属母公司净利润	27.04%	30.47%	27.56%	17.23%
毛利率	64.09%	65.00%	66.00%	66.50%
销售净利率	11.39%	12.97%	14.77%	15.83%
ROE	9.87%	11.40%	12.69%	12.95%
ROIC	8.04%	9.16%	10.26%	10.61%
资产负债率	44.51%	46.09%	43.11%	41.20%
净负债比率	-18.44%	-36.91%	-45.52%	-55.47%
流动比率	1.57	1.61	1.80	1.97
速动比率	1.56	1.59	1.79	1.96
总资产周转率	0.50	0.49	0.49	0.49
应收账款周转率	11.77	10.66	10.52	10.42
应付账款周转率	1.45	1.28	1.18	1.21
每股收益	0.87	1.11	1.41	1.65
每股经营现金流	1.28	1.99	1.34	1.91
每股净资产	8.59	9.71	11.12	12.78
P/E	25.57	20.05	15.78	13.48
P/B	2.12	1.89	1.65	1.44
EV/EBITDA	15.81	11.16	8.09	5.90
调整后 P/E	18.54	16.12	13.17	11.53

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn