

2025年05月26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 经营利润增速快于收入，维持全年利润预期

同程旅行 1 季度收入同比增 13%，符合我们及市场预期，经调整净利润同比增 41%，超我们/市场预期 11%/7%。我们微调全年收入及利润预测，预计全年核心 OTA 收入同比增 17%，经营利润率改善前景不变。维持买入评级。

报告摘要

利润超预期，增速快于收入：1 季度总收入 44 亿元，同比增 13%，符合我们及市场预期。核心 OTA 收入同比增 18%，维持稳健趋势，其中住宿预订收入同比增 23%，受间夜量及变现率提升驱动，交通票务收入同比 15%，受机票票务量增长及增值服务带动。度假业务收入 5.8 亿元，同比降 12%，主要因东南亚短期扰动因素。核心 OTA 经营利润同比增 53%，经营利润率 29.2%，同比提升 7 个百分点，受益于补贴及营销效率优化。经调整净利润同比增 41%至 7.9 亿元，超我们/市场预期 11%/7%，净利率 18.0%，同比改善 4 个百分点。

用户价值提升中长期逻辑不变：1 季度 MPU 为 4,650 万，创新高，同比/环比增 9%/13%，APU 同比增 8%至 2.5 亿人，对应的 APU 年度收入贡献（年度收入/APU）为 72 元，同比增 26%。过去 12 个月累计服务人次 20 亿人次，对应的 APU 年度订单频次为 7.9 次/人，我们认为随着交叉销售率提升，用户订单频次及年度交易额仍有提升空间，核心 OTA 中长期增长驱动不变。

拟全资收购万达酒店管理公司：公司此前宣布拟收购万达酒店管理 100%股权，交易对价约为 25 亿元，对应 9.5 倍 2023 年 EV/EBITDA，与行业平均估值水平一致。截至 2024 年底，万达酒管在营酒店 204 家，客房数量超 4 万间。考虑万达酒管主要以轻资产模式运营高端酒店，与同程现有酒店供给互补，我们认为收购完成后的协同效应主要体现在扩大用户需求覆盖，或带动客单价提升。

财务预测：我们预计 2 季度核心 OTA 收入同比增 13%，其中住宿预订/交通票务同比增 12%/10%，预计国内酒店仍主要由间夜量增长驱动，ADR 有望实现同比提升。预计国际酒店及机票的高增速延续，考虑较低基数及出入境游热情较高。对于 2025 年全年，我们微调收入及利润预测，预计收入同比增 12%，其中核心 OTA 收入/经营利润同比增 17%/23%，全年利润率提升前景不变。考虑万达酒管的利润率水平，我们认为后续交易完成后并表对公司整体利润率水平的影响应可控。

估值：我们给予 16.0 倍 2025 年市盈率（维持不变），微调目标价至 24.4 港元（前值：23.9 港元），较最近收盘价有 29%的潜在涨幅，维持“买入”评级。我们认为公司的成长逻辑不变，核心 OTA 业务稳健前景不变，利润率维持健康的提升趋势。自研旅游 Agent DeepTrip 已整合至业务全链路，对用户转化、运营效率提升或有积极作用待释放。

风险：消费疲弱影响旅游支出；用户花费提升不及预期；度假业务弱于预期。

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	19,433	22,047	24,559
同比增长（%）	-12.6%	80.7%	45.8%	12.1%	13.5%	11.4%
调整后净利润（百万元）	647	2,199	2,785	3,251	3,855	4,464
调整后净利润率（%）	9.8%	18.5%	16.1%	16.7%	17.5%	18.2%
调整后每股盈利（元）	0.29	0.98	1.24	1.45	1.72	1.99
市盈率（倍）	67.8	19.9	15.7	13.5	11.4	9.8
市销率（倍）	6.7	3.7	2.5	2.3	2.0	1.8
净资产收益率（%）	-0.9%	8.4%	9.4%	9.7%	9.2%	8.8%

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

24.4 港元

股价(2025-05-23)

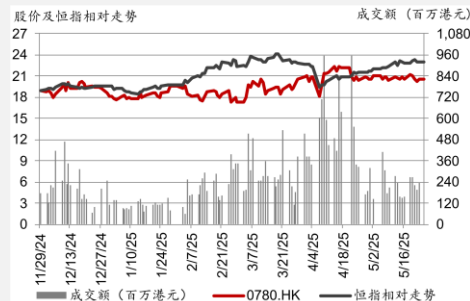
20.5 港元

总市值(百万港元)	47,848
流通市值(百万港元)	25,079
总股本(百万股)	2,334
流通股本(百万股)	1,223
12 个月低/高(港元)	17/23
平均成交(百万港元)	350.6

股东结构

腾讯(700.HK)	20.4%
携程(9961.HK/TCOM.US)	19.9%
其他	59.7%

股价表现



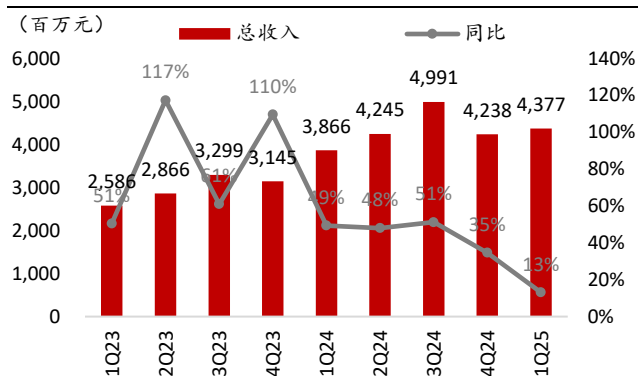
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.16	10.53	-9.24
绝对收益	-1.44	11.05	17.59

数据来源：彭博、港交所、公司

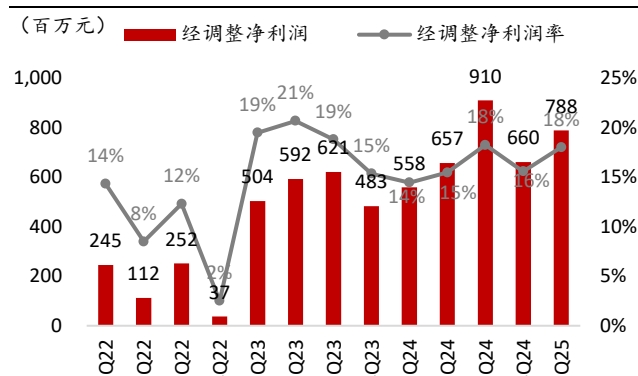
王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

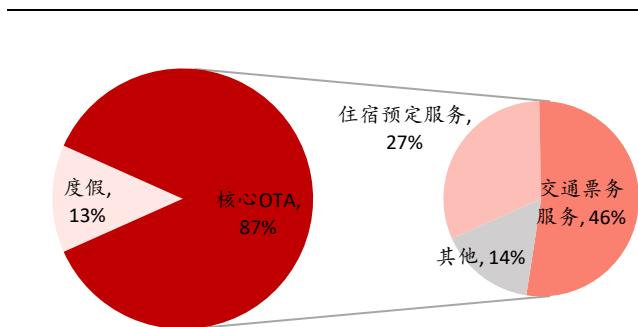
2025 年 1 季度业绩概览

图表 1: 1Q25 总收入同比增 13%


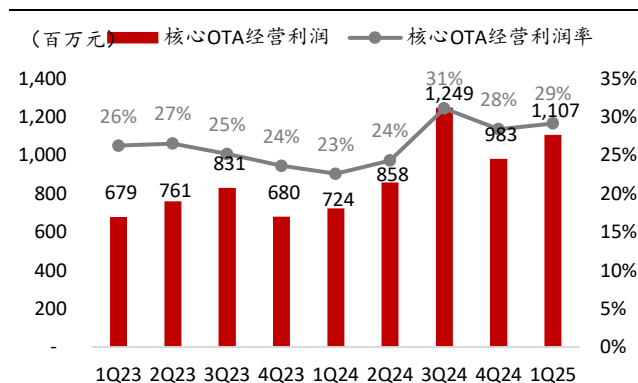
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 1Q25 经调整净利润率为 18%


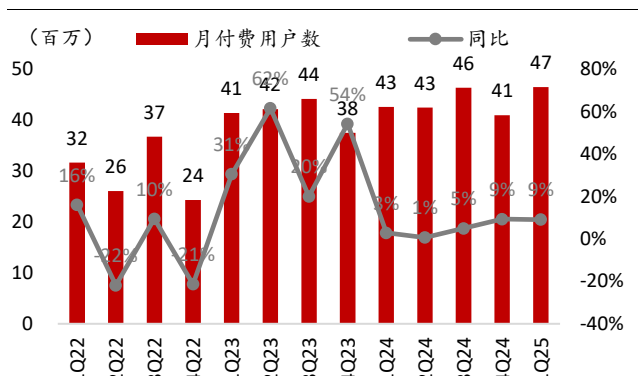
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 1Q25 核心 OTA 收入占比 87%


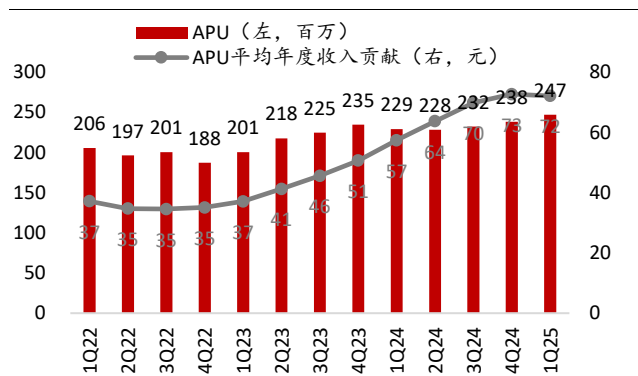
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 4: 1Q25 核心 OTA 经营利润率提升至 29%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 5: 1Q25 MPU 同比增 9%，创新高


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 6: APU 同比增 8%至 2.5 亿人


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	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	4,245	4,991	4,238	4,377	4,636	17,341	19,433	22,047	24,559
同比	48%	51%	35%	13%	9%	46%	12%	13%	11%
核心OTA业务	3,526	4,013	3,457	3,792	3,974	14,199	16,584	19,056	21,415
同比	23%	22%	20%	18%	13%	22%	17%	15%	12%
住宿预定服务	1,191	1,378	1,135	1,190	1,336	4,668	5,360	6,245	6,835
同比	13%	22%	29%	23%	12%	20%	15%	17%	9%
交通票务服务	1,743	2,027	1,723	2,000	1,912	7,229	8,229	9,295	10,526
同比	17%	21%	17%	15%	10%	20%	14%	13%	13%
其他	592	609	599	603	725	2,302	2,994	3,515	4,054
度假	719	979	780	585	662	3,141	2,849	2,992	3,144
销售成本	-1,501	-1,827	-1,548	-1,365	-1,625	-6,227	-6,768	-7,623	-8,431
毛利	2,744	3,165	2,690	3,012	3,011	11,113	12,665	14,424	16,128
毛利率	64.6%	63.4%	63.5%	68.8%	64.9%	64.1%	65.2%	65.4%	65.7%
服务开发开支	-494	-505	-515	-495	-510	-2,001	-2,127	-2,391	-2,614
同比	16%	8%	0%	2%	3%	10%	6%	12%	9%
销售及营销开支	-1,502	-1,468	-1,283	-1,454	-1,576	-5,621	-6,079	-6,875	-7,609
同比	36%	15%	14%	6%	5%	26%	8%	13%	11%
行政开支	-272	-328	-341	-307	-294	-1,206	-1,326	-1,482	-1,602
同比	31%	67%	197%	16%	8%	70%	10%	12%	8%
经营利润	517	977	474	817	662	2,423	3,202	3,757	4,369
OPM	12.2%	19.6%	11.2%	18.7%	14.3%	14.0%	16.5%	17.0%	17.8%
核心OTA	858	1,249	983	1,107	1,011	3,815	4,679	5,462	6,234
OPM	24.3%	31.1%	28.4%	29.2%	25.4%	26.9%	28.2%	28.7%	29.1%
度假业务	1	24	18	26	1	87	55	60	94
OPM	0.1%	2.4%	2.3%	4.4%	0.1%	2.8%	1.9%	2.0%	3.0%
净利润	429	803	355	679	561	1,988	2,722	3,215	3,768
净利润率	10.1%	16.1%	8.4%	15.5%	12.1%	11.5%	14.0%	14.6%	15.3%
调整后净利润	657	910	660	788	716	2,785	3,251	3,855	4,464
调整后净利润率	15.5%	18.2%	15.6%	18.0%	15.5%	16.1%	16.7%	17.5%	18.2%

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,896	17,341	19,433	22,047	24,559	贸易应收款项	1,218	1,728	1,963	2,212	2,472
营业成本	-3,158	-6,227	-6,768	-7,623	-8,431	按公允价值计量且其变动计入损益的短期投资	1,632	2,733	2,733	2,733	2,733
毛利润	8,738	11,113	12,665	14,424	16,128	预付款项及其他应收款项	4,370	5,450	5,719	6,488	7,228
销售费用	-4,473	-5,621	-6,079	-6,875	-7,609	按摊销成本计量的短期投资	2,317	161	1,982	2,249	2,505
研发费用	-1,821	-2,001	-2,127	-2,391	-2,614	受限制现金	145	136	153	173	193
管理费用	-711	-1,206	-1,326	-1,482	-1,602	总资产	5,192	8,020	10,251	16,402	23,306
金融资产减值亏损	-17	18	-18	0	-9	流动资产合计	14,900	18,241	22,801	30,258	38,437
其他收益	123	104	90	70	71	递延税项资产	2,495	3,147	3,527	4,001	4,457
营业利润	1,869	2,423	3,202	3,757	4,369	无形资产	9,580	10,814	10,955	11,097	11,241
财务成本净额	18	-36	-9	-23	-16	采用权益法入账的投资	1,430	1,682	1,716	1,750	1,785
税前利润	1,854	2,398	3,193	3,749	4,363	按公允价值计量且其变动计入损益的投资	1,039	957	976	996	1,016
所得税	-288	-410	-471	-534	-595	其他非流动资产	2,272	2,936	2,628	2,955	3,269
税后利润	1,566	1,988	2,722	3,215	3,768	非流动资产合计	16,817	19,537	19,801	20,799	21,768
少数股东权益	11	14	5	5	5	总资产合计	31,717	37,777	42,602	51,057	60,206
归母净利润	1,554	1,974	2,717	3,210	3,763	交易用户预付款项	4,131	4,467	4,855	5,469	6,048
经调整净利润	2,199	2,785	3,251	3,855	4,464	其他应付款项及应计费用	4,939	5,154	5,602	6,310	6,978
						递延收入	2,540	1,359	1,309	1,259	1,209
						其他流动负债	277	617	623	629	635
						流动负债合计	11,887	11,597	12,389	13,667	14,870
						借款	11	2,794	2,704	2,614	2,524
						其他应付款项	75	948	1,063	1,206	1,343
						递延所得税负债	745	767	859	975	1,086
						其他非流动性负债	453	708	729	750	771
						非流动负债合计	1,283	5,218	5,355	5,545	5,725
						负债合计	13,170	16,815	17,744	19,211	20,595
						股本	8	8	8	8	8
						股本溢价	20,116	20,762	21,032	21,305	21,582
						储备及其他资本项目	-1,577	193	3,818	10,532	18,021
						所有者权益合计	18,546	20,962	24,858	31,845	39,611
						负债及权益合计	31,717	37,777	42,602	51,057	60,206
						现金流量简表					
						(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
						税前利润	1,854	2,398	3,193	3,749	4,363
						财务费用	-157	-231	-194	-212	-203
						折旧及摊销	1,028	1,080	1,130	1,176	1,221
						所得税	131	-18	-278	360	479
						营运资金变动	582	152	388	375	316
						经营活动现金流	4,003	2,970	4,665	5,991	6,751
						投资活动现金流	-1,762	-834	-1,963	637	620
						融资活动现金流	-592	679	-458	-477	-467
						期初现金	1,649	2,814	2,244	6,152	6,904
						期末现金	5,192	8,007	10,251	16,402	23,306

资料来源：公司财报，国证国际预测（注：市盈率基于经调整净利润率计算）

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