

同程旅行 (00780.HK)

利润率改善持续验证，下沉在线旅游龙头稳健前行

优于大市

核心观点

2025Q1 公司收入稳健增长，经调整净利润同比增长超 40%。 Q1 收入 43.77 亿元/+13.2%，归母净利润 6.69 亿元/+68.6%（其中股份支付减少 0.30 亿、汇兑损失同比减少 0.25 亿等影响）；经调整净利润 7.88 亿元/+41.1%。其中 OTA 收入+18.4%，OPM 为 29.2%/+6.6pct，去年上半年海外投入相对激进但此后公司更注重变现效率与盈利改善；线下度假业务受区域事件影响，Q1 收入同比-11.8%，OPM 为 4.4%/-2.3pct，但依然维持正向利润贡献。

收入端：下沉市场出行维持景气，ARPU 值继续提升。 Q1 收入增长符合预期，尽管线下度假收入受扰动，但 OTA 业务受益于下沉市场出行景气度与公司转化率提升整体增长良好，其中交通/住宿/其他业务同比分别增长 15.2%/23.3%/20.0%。公司注重多维度变现，比如交通端持续丰富中转联程产品、国际机票精细化补贴提升单票收入，酒店端进一步提高补贴效率等，优化推荐算法改善交叉销售。从效果上看，年累计单用户平均收入贡献 72.2 元/+25.6%，年累计服务人次同比增长 7.3%，同时预计 Take rate 同比提升。

利润端：盈利能力上行，更克制的投放与更高的效率。 Q1 公司毛利率+3.8pct，核心在于 OTA 业务变现率提升下的规模效应，此外 OTA 占比提升也带来结构性助力。Q1 公司销售费率同比-2.2pct，公司去年同期国际业务投放比较激进，今年更注重营销投入回报率的提升，2025 年预计至少盈亏平衡；同时国内也持续优化绩效营销和品牌推广效率，公司公开会表示预计未来几个季度销售营销费用同比下降。Q1 公司研发费率同比-1.3pct，生成式 AI 应用后编码工作量减少 20%。管理层预计全年核心业务利润率将同比提升。

后续酒店价格逐步正向贡献，全年变现战略稳健推进。 往后看，公司仍系下沉旅游市场景气度风向标，Q2 高基数叠加进一步注重变现扰动量端增速，收入增速预计边际放缓；但下半年起投放更均衡后量价驱动有望带动增速环比提升，其中酒店 ADR 已逐步贡献增量；同时预计全年效率优化继续带动盈利中枢稳步上行。此外，公司自 2021 年开始投资上游酒店，3 月底运营超 2500 家；4 月中旬宣布拟以 24.9 亿元收购万达酒管，期待后续主业战略协同。

风险提示：下沉市场增长不及预期，行业竞争加剧，新业务拖累加大。

投资建议：维持公司 2025-2027 年经调净利润为 33.0/38.9/45.3 亿元，对应动态 PE 为 14/12/10x。当前国内 OTA 行业竞争格局相对稳定，公司与战略股东关系稳定，在核心用户价值提升战略下积极优化经营效率，同时出境游业务兼顾效益与增长，主业盈利水平上行确定性较高，有望支撑未来 3 年经调整利润 CAGR 超 17%，目前估值依然具备相对优势，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,896	17,341	19,626	22,329	25,331
(+/-%)	80.7%	45.8%	13.2%	13.8%	13.4%
经调整净利润(百万元)	2199	2785	3304	3885	4535
(+/-%)	-1164.4%	26.7%	18.6%	17.6%	16.7%
每股收益(元)	0.98	1.24	1.42	1.66	1.94
EBIT Margin	8.9%	9.0%	11.7%	13.1%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	9.9%	11.1%	11.8%	12.4%
市盈率 (PE)	19.5	15.5	13.5	11.5	9.8
EV/EBITDA	30.1	23.9	20.2	17.3	14.9
市净率 (PB)	2.42	2.15	1.98	1.75	1.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
 S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.50 港元
总市值/流通市值	47848/47848 百万港元
52 周最高价/最低价	23.00/12.38 港元
近 3 个月日均成交额	351.86 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《同程旅行 (00780.HK) - 下沉用户旅游景气风向标，利润率进入上行周期》——2025-04-16
- 《同程旅行 (00780.HK) - 深耕用户价值提升战略，核心业务盈利水平上行》——2025-03-23
- 《同程旅行 (00780.HK) - 核心业务盈利较大改善，单客贡献同比提升》——2024-11-21
- 《同程旅行 (00780.HK) - 二季度经调净利润增长 11%，下半年有望兼顾收入与效益发展》——2024-08-22
- 《同程旅行 (00780.HK) - 下沉市场变现能力强化，出境游投放加码》——2024-05-23

2025Q1 公司收入稳健增长, 经调整净利润同比增长超 40%。Q1 收入 43.77 亿元/+13.2%, 归母净利润 6.69 亿元/+68.6% (其中股份支付减少 0.30 亿、汇兑损失同比减少 0.25 亿等影响); 经调整净利润 7.88 亿元/+41.1%。其中 OTA 收入+18.4%, OPM 为 29.2%/+6.6pct, 去年上半年海外投入相对激进但此后公司更注重变现效率与盈利改善; 线下度假业务受区域事件影响, Q1 收入同比-11.8%, OPM 为 4.4%/-2.3pct, 但依然维持正向利润贡献。

收入端: 下沉市场出行维持景气, ARPU 值继续提升。Q1 收入增长符合预期, 尽管线下度假收入受扰动, 但 OTA 业务受益于下沉市场出行景气度与公司转化率提升整体增长良好, 其中交通/住宿/其他业务同比分别增长 15.2%/23.3%/20.0%。公司注重多维度变现, 比如交通端持续丰富中转联程产品、国际机票精细化补贴提升单票收入, 酒店端进一步提高补贴效率等, 优化推荐算法改善交叉销售。从效果上看, 年累计单用户平均收入贡献 72.2 元/+25.6%, 年累计服务人次同比增长 7.3%, 同时预计 Take rate 同比提升。

图1: 同程旅行单季度收入及业绩变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 同程旅行单季度业务拆分



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利润端: 盈利能力上行, 更克制的投放与更高的效率。Q1 公司毛利率+3.8pct, 核心在于 OTA 业务变现率提升下的规模效应, 此外 OTA 占比提升也带来结构性助力。Q1 公司销售费率同比-2.2pct, 公司去年同期国际业务投放比较激进, 今年更注重营销投入回报率的提升, 2025 年预计至少盈亏平衡; 同时国内也持续优化绩效营销和品牌推广效率, 公司公开会表示预计未来几个季度销售营销费用同比下降。Q1 公司研发费率同比-1.3pct, 生成式 AI 应用后编码工作量减少 20%。管理层预计全年核心业务利润率将同比提升。

后续酒店价格逐步正向贡献, 全年变现战略稳健推进。往后看, 公司仍系下沉旅游市场景气风向标, Q2 高基数叠加进一步注重变现扰动量端增速, 收入增速预计边际放缓; 但下半年起投放更均衡后量价驱动有望带动增速环比提升, 其中酒店 ADR 已逐步贡献增量; 同时预计全年效率优化继续带动盈利中枢稳步上行。此外, 公司自 2021 年开始投资上游酒店, 3 月底运营超 2500 家; 4 月中旬宣布拟以 24.9 亿元收购万达酒管, 期待后续主业战略协同。

风险提示: 下沉市场增长不及预期, 行业竞争加剧, 新业务拖累加大。

投资建议: 维持公司 2025-2027 年经调净利润为 33.0/38.9/45.3 亿元, 对应动态 PE 为 14/12/10x。当前国内 OTA 行业竞争格局相对稳定, 公司与战略股东关系稳定, 在核心用户价值提升战略下积极优化经营效率, 同时出境游业务兼顾效益与增长, 主业盈利水平上行确定性较高, 有望支撑未来 3 年经调整利润 CAGR 超 17%, 目前估值依然具备相对优势, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值(亿)		EPS					PE			投资评级
		2025-5-20	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
0780.HK	同程旅行	446	1.2	1.4	1.7	1.9	15	13.5	11.5	9.8	优于大市	
9961.HK	携程集团-s	3,243	25.3	25.6	29.3	34.3	18	18	15	13	优于大市	
BKNG.O	Booking	1,735	187	214	248	290	29	25	22	18	无评级	
ABNB.O	Airbnb	782	4.1	4.3	4.9	5.6	31	30	26	23	无评级	
EXPE.O	Expedia	202	12.1	14.0	16.6	19.6	13	11	10	8	无评级	

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 注: EPS 均为经调整后口径, Booking、Airbnb、Expedia 来自彭博一致预期; 携程集团与同程旅行单位为人民币, 其余单位为美元

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5192	8020	11843	14442	18020	营业收入	11896	17341	19626	22329	25331
应收款项	5588	7178	8124	9242	10485	营业成本	3158	6227	6667	7361	8196
存货净额	1	7	7	8	9	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	145	136	154	176	199	销售费用	4473	5621	6380	7365	8403
流动资产合计	14900	18241	23028	27377	32573	管理费用	3210	3934	4275	4681	5116
固定资产	2495	3147	3784	4387	4947	财务费用	(18)	36	(4)	(1)	(60)
无形资产及其他	10008	11316	10750	10184	9619	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1161	1105	1105	1105	1105	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	3153	3969	4169	4369	4569	其他收入	735	848	666	666	666
资产总计	31717	37777	42836	47422	52813	营业利润	1808	2371	2975	3588	4342
短期借款及交易性金融负债	2540	1359	2600	2600	2600	营业外净收支	45	27	100	100	100
应付款项	4330	4731	5181	5724	6374	利润总额	1854	2398	3075	3688	4442
其他流动负债	5017	5507	6104	6872	7721	所得税费用	288	410	553	664	800
流动负债合计	11887	11597	13885	15196	16695	少数股东损益	11	14	18	21	26
长期借款及应付债券	11	2794	2844	2894	2944	经调整净利润	2199	2785	3304	3885	4535
其他长期负债	1272	2423	2623	2823	3023						
长期负债合计	1283	5218	5468	5718	5968	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13170	16815	19353	20914	22663	净利润	1554	1974	2503	3003	3616
少数股东权益	844	961	979	1000	1026	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	17703	20001	22505	25508	29124	折旧摊销	911	1083	1029	1062	1106
负债和股东权益总计	31717	37777	42836	47422	52813	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(18)	36	(4)	(1)	(60)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1049	511	282	371	431
每股收益	0.98	1.24	1.42	1.66	1.94	其它	11	14	18	21	26
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3526	3581	3833	4458	5179
每股净资产	7.90	8.87	9.64	10.93	12.48	资本开支	0	(1007)	(1100)	(1100)	(1100)
ROIC	9%	10%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(810)	1073	0	(609)	(351)
ROE	9%	10%	11%	12%	12%	投资活动现金流	18	(750)	(1300)	(1909)	(1651)
毛利率	73%	64%	66%	67%	68%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	12%	13%	14%	负债净变化	(1847)	2784	50	50	50
EBITDA Margin	17%	15%	17%	18%	19%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	81%	46%	13%	14%	13%	其它融资现金流	1796	(5571)	1241	0	0
净利润增长率	-1164%	27%	27%	20%	20%	融资活动现金流	(1898)	(4)	1291	50	50
资产负债率	44%	47%	47%	46%	45%	现金净变动	1645	2828	3823	2599	3578
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3547	5192	8020	11843	14442
P/E	19.5	15.5	13.5	11.5	9.8	货币资金的期末余额	5192	8020	11843	14442	18020
P/B	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5	企业自由现金流	0	1878	2101	2729	3402
EV/EBITDA	30	24	20	17	15	权益自由现金流	0	(939)	3395	2780	3501

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032