



同程旅行 (00780.HK)

买入 (维持评级)

盈利改善验证, 国际业务快速扩张

投资要点:

► 经调整净利润高于彭博一致预期, 核心 OTA 盈利改善明显:

2025Q1 同程旅行实现营收 43.8 亿元/+13.2%/ 高于一致预期 43.4 亿元, 核心 OTA 收入 37.9 亿元/+18.4%, 经调整净利润 7.9 亿元/ 高于一致预期 7.3 亿元、经调整净利润率 18.0%/+3.6pp, 利润业绩超预期主要来自于核心 OTA OPM 同比+6.6pp。

► 业务拆分来看, 核心 OTA 收入稳健增长, 国际业务快速扩张:

1) 核心 OTA 收入 37.9 亿元/+18.4%, 核心 OTA 经营利润 11.1 亿元/+52.8%, 核心 OTA OPM 29.2%/+6.6pp; 其中交通业务收入 20.0 亿元/+15.2%, 国际机票业务量同比增长超 40%; 住宿业务收入 11.9 亿元/+23.3%, 国际酒店间夜量同比增长超 50%; 其他收入 6.0 亿元/+20.0%; 2) 度假: 收入 5.9 亿元/-11.8%, 度假 OPM 4.4%。

► 月均付费用户规模创历史新高, 用户价值持续提升:

2025Q1 公司月均付费用户规模达 4650 万/同比+9.2%、创历史新高, 年度付费用户规模 2.5 亿/同比+7.8%、创历史新高, 年度服务人次达 19.6 亿/同比+7.3%。

► 盈利预测与投资建议

同程旅行作为下沉市场 OTA 龙头, 背靠腾讯和携程的流量及库存资源竞争优势突出, 国内业务竞争力持续提升; 积极布局国际市场, 有望推动中长期收入&业绩增量释放。基于公司核心 OTA 盈利改善, 我们上调 2025-2027 年公司经调整净利润为 34/41/49 亿元 (前值分别为 34/40/47 亿元), 对应 PE 分别为 14/12/10 倍, 维持“买入”评级。

► 风险提示

宏观经济风险, 行业竞争加剧风险, 上游供应商挤压利润, 大股东流量及库存依赖度较高, 整合不及预期风险

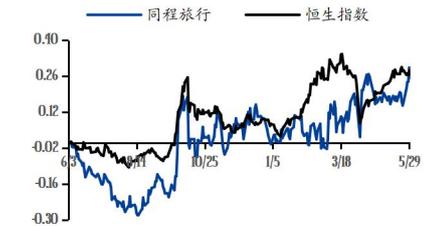
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	11,896	17,341	19,218	21,544	24,189
增长率	81%	46%	11%	12%	12%
归母净利润 (百万元)	1,554	1,974	2,657	3,267	4,001
增长率	1,164%	27%	35%	23%	22%
EPS (元/股)	0.67	0.85	1.14	1.40	1.71
市盈率 (P/E)	30.5	24.0	17.8	14.5	11.8
市净率 (P/B)	2.7	2.4	2.1	1.9	1.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-05-30
收盘价:	22.15 港元
总股本/流通股本(百万股)	2,334.03/2,334.03
流通市值(百万港元)	51,698.72
每股净资产(港元)	9.49
资产负债率(%)	44.23
一年内最高/最低价(港元)	23.35/12.38

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	刘洋(S0210525020001)
	ly30722@hfzq.com.cn
分析师:	李昊臻(S0210524100002)
	lh30661@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、核心 OTA 盈利能力上行, 国际业务快速扩张——2025.03.25
- 2、经调整净利润超预期, 核心 OTA 盈利改善明显——2024.11.22
- 3、下沉市场 OTA 龙头, 深耕产业强化自有供应链——2024.11.14



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8,020	8,171	11,023	13,165
应收款项合计	7,178	7,994	8,962	10,062
存货	7	0	0	0
其他流动资产	3,036	3,198	3,221	3,249
流动资产合计	18,241	19,363	23,206	26,476
固定资产净额	3,147	3,364	3,461	3,449
权益性投资	1,682	1,552	1,707	1,878
其他长期投资	2,287	2,000	2,000	2,000
商誉及无形资产	11,316	11,449	11,560	11,652
土地使用权	408	486	602	698
其他非流动资产	696	999	1,000	1,000
非流动资产合计	19,536	19,850	20,330	20,677
资产总计	37,777	39,213	43,536	47,153
应付账款及票据	4,467	4,360	4,725	5,112
循环贷款	1,359	100	100	100
其他流动负债	5,771	5,799	6,290	6,815
流动负债合计	11,597	10,259	11,115	12,027
长期借贷	2,794	3,294	3,794	2,794
其他非流动负债	2,424	2,400	2,400	2,400
非流动负债合计	5,218	5,694	6,194	5,194
负债总计	16,815	15,953	17,309	17,221
归属母公司所有者权益	20,001	22,288	25,229	28,904
少数股东权益	961	972	999	1,029
股东权益总计	20,962	23,260	26,228	29,933
负债及股东权益总计	37,777	39,213	43,536	47,153

现金流量表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,970	3,917	5,366	5,994
净利润	1,974	2,657	3,267	4,001
折旧和摊销	1,083	2,161	2,205	2,235
营运资本变动	-46	-926	-138	-218
其他非现金调整	-41	25	32	-24
投资活动现金流	-834	-2,631	-2,735	-2,633
资本支出	-415	-3,200	-3,200	-3,200
长期投资	-816	416	-155	-171
其他长期资产	397	153	620	738
融资活动现金流	679	-1,135	221	-1,219
借款增加	1,603	-759	500	-1,000
股利分配	-318	-385	-326	-326
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	-606	9	47	107

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

利润表

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,341	19,218	21,544	24,189
主营业务收入	17,341	19,218	21,544	24,189
营业总支出	15,055	15,915	17,500	19,300
营业成本	6,227	6,229	6,749	7,303
营业开支	8,828	9,686	10,751	11,998
营业利润	2,286	3,303	4,044	4,889
净利息支出	44	-18	-47	-107
权益性投资损益	11	-50	-50	-50
其他非经营性损益	118	0	0	0
非经常项目前利润	2,371	3,271	4,041	4,946
非经常项目损益	27	0	0	0
除税前利润	2,398	3,271	4,041	4,946
所得税	410	603	748	915
少数股东损益	14	11	27	30
持续经营净利润	1,975	2,657	3,267	4,001
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	1,974	2,657	3,267	4,001
EPS (最新股本摊薄)	0.85	1.14	1.40	1.71

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	45.7%	10.8%	12.1%	12.3%
归母公司净利润增长率	27.0%	34.6%	23.0%	22.4%
获利能力				
毛利率	64.1%	67.6%	68.7%	69.8%
净利率	11.4%	13.8%	15.2%	16.5%
ROE	10.5%	12.6%	13.8%	14.8%
ROA	5.7%	6.9%	7.9%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	44.5%	40.7%	39.8%	36.5%
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.2
速动比率	1.6	1.9	2.1	2.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.1	1.4	1.7
每股经营现金流	1.3	1.7	2.3	2.6
每股净资产	8.6	9.5	10.8	12.4
估值比率				
P/E	24	18	15	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	20	13	11	10

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn