

互联网	收盘价 港元 19.66	目标价 港元 25.50	潜在涨幅 +29.7%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 19 日

同程旅行 (780 HK)

2 季度符合预期，暑期住宿业务保持快速增长，利润率保持提升趋势

2 季度业绩基本符合预期，预计 3 季度核心 OTA 业务收入同比增 15%，主要受到住宿间夜量增长拉动（10-15%）及 ADR 平稳提升。预计全年核心 OTA 业务增 16%，运营利润率同比提升约 2 个百分点，主要受公司战略转至提升用户 ARPU、出境/酒管等新业务盈利能力提升的带动。旅业受东南亚地区负面影响收缩买断业务预计收入同比下降 10%，但仍保持盈利。维持目标价 25.5 港元及买入评级。

④ **2025 年 2 季度业绩**：总收入同比增 10%至 47 亿元（人民币，下同），与我们/VA 市场预期基本一致。核心 OTA 收入同比增 14%，其中，1）住宿收入增 15%，多元化住宿预定场景推动间夜量高个位数增长，ADR 恢复低个位数正增长；2）交通收入增 8%，变现率提升。核心 OTA 调整后运营利润率 27%，同比上升 2.4 个百分点，主要得益于 ARPU 提升带动规模效应、营销 ROI 提升以及新业务利润率改善。整体调整后净利润同比增 18%，高于我们/彭博市场预期 3%，对应净利率 17%，同比改善约 1 个百分点。

④ **运营数据**：用户规模稳健增长，截止 2 季度末，年付费用户数继续创新高，同比增 10%至 2.52 亿，季度月均付费用户数增 9%至 4640 万。自有 app 作为获取新用户的核心渠道，DAU 保持强劲增长，五一假期前达到历史最高，贡献核心 OTA 收入~8%。

盈利预测变动

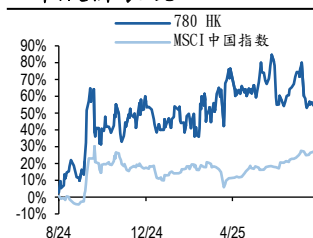
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
总收入	19,295	19,424	-0.7%	21,535	21,677	-0.7%	23,779	23,934	-0.6%
增速	11.3%	12.0%	-0.7ppt	11.6%	11.6%	0.0ppt	10.4%	10.4%	0.0ppt
住宿预定	5,505	5,511	-0.1%	6,220	6,227	-0.1%	6,763	6,771	-0.1%
交通票务	8,032	8,110	-1.0%	8,835	8,921	-1.0%	9,719	9,813	-1.0%
其他	2,928	2,913	0.5%	3,367	3,350	0.5%	3,872	3,853	0.5%
度假	2,830	2,890	-2.1%	3,113	3,179	-2.1%	3,424	3,497	-2.1%
毛利润	12,879	13,005	-1.0%	14,619	14,691	-0.5%	16,265	16,344	-0.5%
毛利率	66.8%	67.0%	-0.2ppt	67.9%	67.8%	0.1ppt	68.4%	68.3%	0.1ppt
经调整运营利润	3,756	3,689	1.8%	4,240	4,230	0.2%	4,789	4,778	0.2%
经调整运营利润率	19.5%	19.0%	0.5ppt	19.7%	19.5%	0.2ppt	20.1%	20.0%	0.2ppt
调整后净利润	3,458	3,381	2.3%	3,854	3,847	0.2%	4,324	4,316	0.2%
经调整净利率	17.9%	17.4%	0.5ppt	17.9%	17.7%	0.2ppt	18.2%	18.0%	0.2ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	23.45
52周低位 (港元)	13.04
市值 (百万港元)	45,360.73
日均成交量 (百万)	10.08
年初至今变化 (%)	8.02
200天平均价 (港元)	20.32

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86)10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 年 2 季度业绩概览

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	2Q24	1Q25	2Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	VA 预测	差异 (%)
收入									
核心 OTA	3,526	3,792	4,008	6	14	4,015	0	3,980	1
住宿预定	1,191	1,190	1,371	15	15	1,358	1	1,362	1
交通票务	1,743	2,000	1,881	-6	8	1,917	-2	1,881	0
其他	592	603	755	25	28	740	2	737	3
度假	719	585	662	13	-8	669	-1	657	1
总收入	4,245	4,377	4,669	7	10	4,684	0	4,637	1
收入成本	(1,501)	(1,365)	(1,633)	20	9	(1,576)	4	(1,573)	4
毛利	2,744	3,012	3,036	1	11	3,108	-2	3,064	-1
毛利率 (%)	65	69	65			66		66	
运营费用									
服务开发	(494)	(495)	(505)	2	2	(602)	-16	(525)	-4
销售及营销	(1,502)	(1,454)	(1,538)	6	2	(1,569)	-2	(1,553)	-1
行政	(272)	(307)	(278)	-10	2	(261)	6	(296)	-6
其他	41	61	94	54	129	35	171	40	131
运营利润	517	817	809	-1	57	710	14	726	11
调整后运营利润	620	841	816	-3	32	816	0	815	0
调整后运营利润率 (%)	15	19	17			17		18	
调整后运营费用占收入比 (%)									
服务开发	11	11	11			12		11	
销售及营销	35	33	33			33		34	
行政	5	6	5			5		6	
归母净利润	434	669	642	-4	48	580	11	609	5
调整后净利润	657	788	775	-2	18	754	3	751	3
调整后净利润率 (%)	15	18	17			16		16	

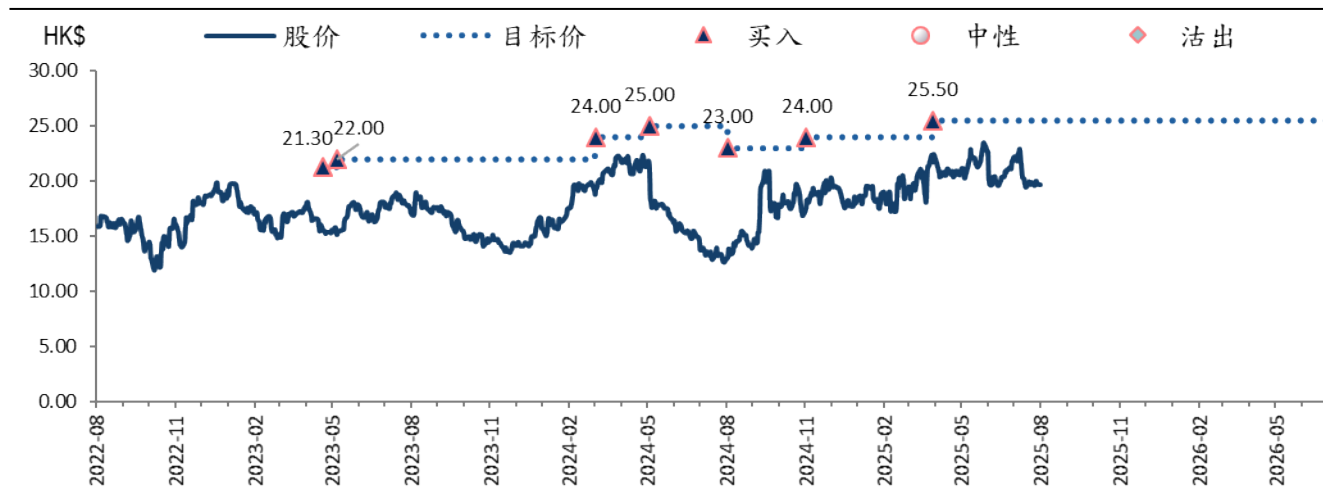
资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：2025 年 3 季度业绩预测

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	3Q24	2Q25	3Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
收入									
核心 OTA	4,013	4,008	4,609	15	15	14,199	16,465	18,423	20,355
住宿预定服务	1,378	1,371	1,580	15	15	4,668	5,505	6,220	6,763
交通票务服务	2,027	1,881	2,238	19	10	7,229	8,032	8,835	9,719
其他	609	755	791	5	30	2,302	2,928	3,367	3,872
度假	979	662	881	33	-10	3,141	2,830	3,113	3,424
总收入	4,991	4,669	5,490	18	10	17,341	19,295	21,535	23,779
收入成本	(1,827)	(1,633)	(1,874)	15	3	(6,227)	(6,415)	(6,916)	(7,514)
毛利润	3,165	3,036	3,616	19	14	11,113	12,879	14,619	16,265
毛利润率 (%)	63	65	66			64	67	68	68
运营费用									
服务开发开支	(505)	(505)	(620)	23	23	(2,001)	(2,229)	(2,902)	(3,206)
销售及营销开支	(1,468)	(1,538)	(1,642)	7	12	(5,621)	(6,220)	(6,973)	(7,704)
行政开支	(328)	(278)	(298)	7	-9	(1,206)	(1,147)	(1,101)	(1,216)
其他	113	94	33	-65	-71	138	200	118	113
运营利润	977	809	1,089	35	11	2,423	3,484	3,761	4,252
调整后运营利润	1,015	816	1,212	49	19	2,816	3,756	4,240	4,789
调整后运营利润率 (%)	20	17	22			16	19	20	20
调整后运营费用占收入比 (%)									
服务开发	10	11	10			11	11	12	12
销售及营销	29	33	30			32	32	32	32
行政	5	5	4			5	5	4	4
归母净利润	793	642	902	40	14	1,974	2,841	3,100	3,518
调整后净利润	910	775	1,094	41	20	2,785	3,458	3,854	4,324
调整后净利润率 (%)	18	17	20			16	18	18	18

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：同程（780 HK）目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	90.13	99.00	9.8%	2025 年 05 月 22 日	广告
9899 HK	网易云音乐	买入	275.40	339.00	23.1%	2025 年 08 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	买入	43.16	39.00	-9.6%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	25.51	30.00	17.6%	2025 年 08 月 13 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	买入	8.14	8.30	2.0%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.33	2.10	-9.9%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	73.70	64.00	-13.2%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	50.37	60.00	19.1%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	25.35	26.00	2.6%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	31.77	40.00	25.9%	2025 年 07 月 15 日	电商
PDD US	拼多多	买入	118.34	135.00	14.1%	2025 年 05 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	121.40	165.00	35.9%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	43.38	15.60	-64.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.80	4.80	26.3%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	37.84	46.00	21.6%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.35	12.00	28.3%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.00	13.30	20.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	130.30	155.00	19.0%	2025 年 08 月 15 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	587.00	700.00	19.3%	2025 年 08 月 14 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	35.28	46.00	30.4%	2025 年 05 月 29 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	12.90	10.20	-20.9%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	121.50	165.00	35.8%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.79	21.00	11.8%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.33	18.50	38.8%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	17.28	13.50	-21.9%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.75	21.00	25.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	13.56	9.60	-29.2%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	497.80	591.00	18.7%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	19.66	25.50	29.7%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	52.80	64.00	21.2%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 8 月 18 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	11,629	17,341	19,295	21,535	23,779
主营业务成本	(3,158)	(6,227)	(6,415)	(6,916)	(7,514)
毛利	8,471	11,113	12,879	14,619	16,265
销售及管理费用	(5,184)	(6,827)	(7,367)	(8,074)	(8,920)
研发费用	(1,821)	(2,001)	(2,229)	(2,902)	(3,206)
其他经营净收入/费用	403	138	200	118	113
经营利润	1,869	2,423	3,484	3,761	4,252
Non-GAAP标准下的经营利润	2,187	2,816	3,756	4,240	4,789
财务成本净额	18	(36)	(113)	(108)	(108)
应占联营公司利润及亏损	(33)	11	13	(20)	(20)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	1,854	2,398	3,384	3,633	4,124
税费	(288)	(410)	(539)	(545)	(619)
非控股权益	(11)	(14)	(4)	12	12
净利润	1,554	1,974	2,841	3,100	3,518
作每股收益计算的净利润	1,554	1,974	2,841	3,100	3,518
Non-GAAP标准的净利润	2,199	2,785	3,458	3,854	4,324

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,192	8,020	10,243	13,395	15,964
有价证券	3,948	2,894	3,030	3,174	3,324
应收账款及票据	1,218	1,728	1,728	1,728	1,728
开发中物业及土地预付款	4,370	5,450	5,450	5,450	5,450
其他流动资产	171	149	159	177	195
总流动资产	14,900	18,241	20,610	23,923	26,661
物业、厂房及设备	2,495	3,147	4,015	4,782	5,708
其他有形资产	589	909	955	1,003	1,053
无形资产	9,580	10,814	10,302	10,688	11,095
合资企业/联营公司投资	3,153	3,969	4,167	4,375	4,594
其他长期资产	999	698	634	513	758
总长期资产	16,817	19,537	20,072	21,362	23,208
总资产	31,717	37,777	40,682	45,285	49,869
短期贷款	2,540	1,359	1,291	1,227	1,165
应付账款	9,070	9,621	9,803	10,841	10,899
其他短期负债	277	617	675	742	808
总流动负债	11,887	11,597	11,770	12,810	12,873
长期贷款	11	2,794	2,655	2,522	2,396
长期应付账款	819	1,715	1,818	1,813	2,002
其他长期负债	453	708	715	750	788
总长期负债	1,283	5,218	5,187	5,086	5,186
总负债	13,170	16,815	16,957	17,895	18,059
股本	8	8	8	8	8
储备及其他资本项目	17,695	19,993	22,753	26,429	30,861
股东权益	17,703	20,001	22,761	26,437	30,869
非控股权益	844	961	965	953	941
总权益	18,546	20,962	23,725	27,390	31,810

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,854	2,398	3,384	3,633	4,124
合资企业/联营公司收入调整	33	(11)	(13)	20	20
折旧及摊销	911	1,083	970	1,132	1,248
营运资本变动	911	(688)	481	912	125
利息调整	(18)	36	113	108	108
税费	(288)	(410)	(539)	(545)	(619)
其他经营活动现金流	601	561	815	1,032	1,163
经营活动现金流	4,003	2,970	5,211	6,292	6,170
资本开支	(1,109)	(809)	(1,131)	(1,110)	(1,287)
投资活动	(1,316)	(1,056)	(1,196)	(1,429)	(1,558)
其他投资活动现金流	663	1,030	(15)	(18)	(18)
投资活动现金流	(1,762)	(834)	(2,343)	(2,556)	(2,863)
负债净变动	720	2,500	(208)	(197)	(187)
权益净变动	57	285	(18)	116	53
股息	(2)	(317)	(419)	(503)	(603)
其他融资活动现金流	(1,367)	(1,790)	0	0	0
融资活动现金流	(592)	679	(645)	(585)	(738)
汇率收益/损失	(4)	13	0	0	0
年初现金	3,547	5,192	8,020	10,243	13,395
年末现金	5,192	8,020	10,243	13,395	15,964

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.690	0.870	1.245	1.356	1.535
全面摊薄每股收益	0.692	0.870	1.245	1.356	1.535
Non-GAAP标准下的每股收益	0.979	1.227	1.516	1.685	1.887
每股股息	0.001	0.139	0.184	0.220	0.263
每股账面值	7.882	8.814	9.974	11.560	13.468
利润率分析(%)					
毛利率	72.8	64.1	66.8	67.9	68.4
EBIT利润率	16.1	14.0	18.1	17.5	17.9
净利率	13.4	11.4	14.7	14.4	14.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	72.8	64.1	66.8	67.9	68.4
经营利润率	18.8	16.2	19.5	19.7	20.1
净利率	18.9	16.1	17.9	17.9	18.2
盈利能力(%)					
ROA	5.5	5.7	7.2	7.2	7.4
ROE	9.3	10.5	13.3	12.6	12.3
ROIC	8.2	9.1	11.5	11.2	11.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1
应收账款周转天数	33.1	31.0	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	384.5	252.0	252.0	252.0	252.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。