

2025年08月19日

同程旅行(0780.HK)

SDIOSI

**公司动态分析**

证券研究报告

软件与互联网

**核心 OTA 维持稳健，用户价值提升是中长期增长动力**

同程旅行 2 季度收入符合预期，利润略超预期，核心 OTA 收入/经营利润同比增 14%/25%，单个 APU 年度总收入贡献同比提升 14%，好于内地旅游大盘人均消费表现。我们微调 2025 年收入及利润预测，微调目标价，维持买入。看好公司核心 OTA 业务中长期收入及利润稳健增长前景。

**报告摘要**

**收入符合预期，净利润略超预期：**2 季度总收入 47 亿元，同比增 10%，符合我们及彭博一致预期。经调整净利润同比增 18%至 7.8 亿元，超我们/市场预期 8%/3%，经调整利润率 16.6%，同比提升 1 个百分点，受益于经营费用效率优化（尤其是营销费用），三费占收入比合计同比下降 4 个百分点。

**核心 OTA 业务稳健前景不变：**2 季度核心 OTA 收入同比增 14%，其中：1) 住宿预订收入同比增 15%，受益于间夜量、ADR、变现率均有同比提升；2) 交通票务预订收入同比增 8%，地面交通变现率同比增加，国际机票业务量同比增近 30%，创新高。核心 OTA 经营利润同比增 25%至 10.7 亿元，仍快于收入的增速，经营利润率同比提升 2.4 个百分点至 26.7%，规模经济持续显现。

**用户 ARPPU 值增长亮眼：**2 季度 MPU 为 4,640 万，同比增 9%，APU 同比增 10%至 2.52 亿人。ARPPU 值角度，若以最近 12 个月总收入/核心 OTA 收入除 APU，计算单个用户对年度总收入/年度核心 OTA 收入贡献为 73 元/61 元，同比增 14%/7%。作为对比，根据文旅部数据，2 季度国内旅游收入/人次同比增 11%/14%，隐含人均花费同比降 3%。公司的 ARPPU 值增速表现远超大盘表现，反映用户心智及交叉销售能力提升。

**财务预测：**我们预计 3 季度核心 OTA 收入同比增 13%，其中住宿预订/交通票务同比增 14%/8%，预计国内酒店预订收入仍主要由间夜量增长驱动，交通预订业务效率有提升趋势。预计度假业务仍受东南亚安全问题影响，但公司已优化业务模式，对利润的影响可控。展望 2025 年全年，我们微调收入及利润预测，预计收入同比增 10%，预计整体经调整净利润同比增 22%，利润率提升至 17.8%。预计核心 OTA 收入/经营利润同比增 15%/24%，稳健前景不变。

**估值：**考虑同业估值水平及公司业务前景，我们给予 16.0 倍 2025 年市盈率（维持不变），微调目标价至 24.9 港元（前值：24.4 港元），较最近收盘价有 27%的潜在涨幅，维持买入评级。我们看好公司核心业务维持快于行业的增速，单用户对收入的贡献提升持续验证，预计未来仍是中长期增长动力，预计营销费用优化及规模经济将带动利润率稳健提升。

**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	19,020	21,487	23,542
同比增长(%)	-12.6%	80.7%	45.8%	9.7%	13.0%	9.6%
调整后净利润(百万元)	647	2,199	2,785	3,389	3,880	4,441
调整后净利润率(%)	9.8%	18.5%	16.1%	17.8%	18.1%	18.9%
调整后每股盈利(元)	0.29	0.98	1.24	1.51	1.73	1.98
市盈率(倍)	63.5	18.7	14.7	12.1	10.6	9.2
市销率(倍)	6.2	3.5	2.4	2.2	1.9	1.7
净资产收益率(%)	-0.9%	8.4%	9.4%	11.4%	10.3%	9.7%

数据来源：公司财报，国证国际研

投资评级：

买入

**维持评级**

6 个月目标价

**24.9 港元**

股价(2025-08-18)

19.66 港元

总市值(百万港元)	46,042
流通市值(百万港元)	24,531
总股本(百万股)	2,342
流通股本(百万股)	1,248
12 个月低/高(港元)	17/23.6
平均成交(百万港元)	294.4

**股东结构**

腾讯(700.HK)	20.3%
携程(9961.HK/TCOM.US)	19.8%
其他	59.9%

**股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.66	-14.10	11.77
绝对收益	-11.24	-6.20	56.21

数据来源：彭博、港交所、公司

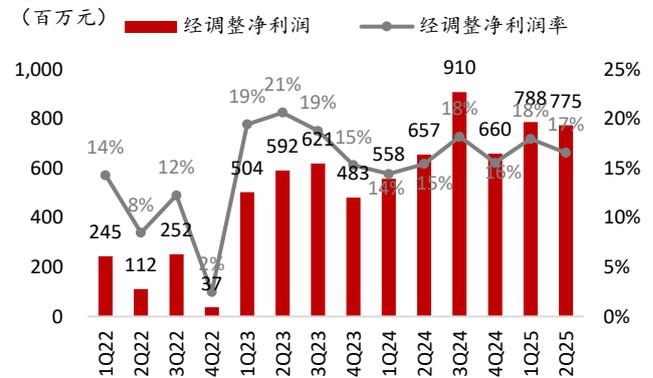
王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

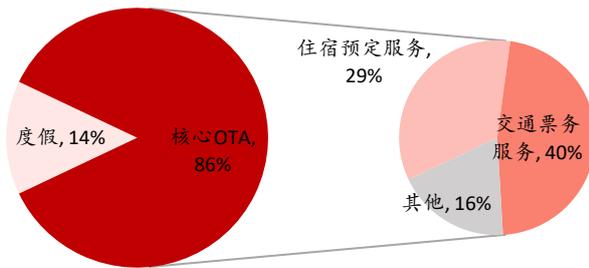
## 2025 年 2 季度业绩概览

**图表 1: 2Q25 总收入同比增 10%**

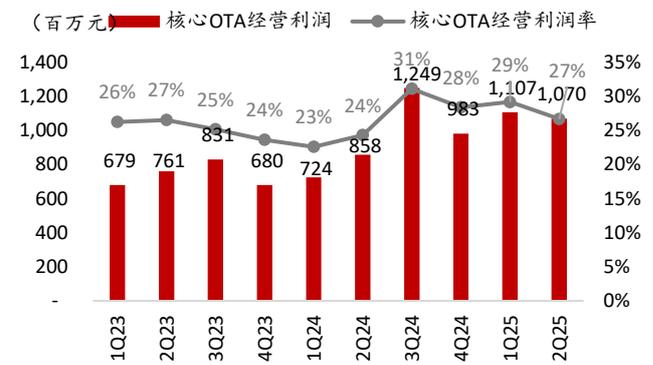

资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 2: 2Q25 经调整净利润率为 17%**


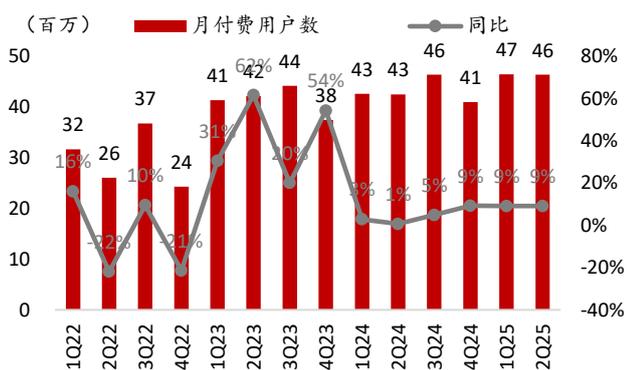
资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 3: 2Q25 核心 OTA 收入占比 87%**


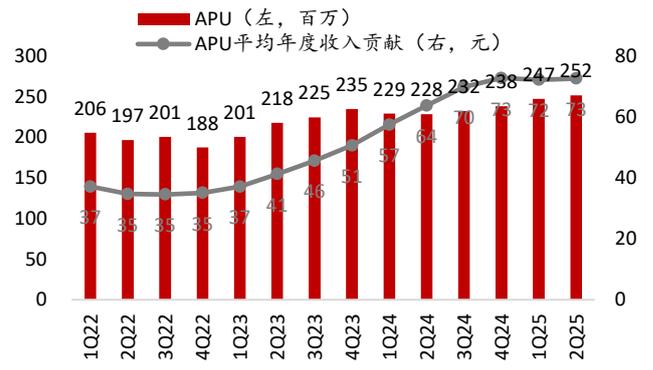
资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 4: 2Q25 核心 OTA 经营利润率为 29%**


资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 5: 2Q25 MPU 同比增 9%**


资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 6: APU 同比增 10%至 2.52 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	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>4,991</b>	<b>4,238</b>	<b>4,377</b>	<b>4,669</b>	<b>5,420</b>	<b>17,341</b>	<b>19,020</b>	<b>21,487</b>	<b>23,542</b>
同比	51%	35%	13%	10%	9%	46%	10%	13%	10%
<b>核心OTA业务</b>	<b>4,013</b>	<b>3,457</b>	<b>3,792</b>	<b>4,008</b>	<b>4,532</b>	<b>14,199</b>	<b>16,179</b>	<b>18,561</b>	<b>20,499</b>
同比	22%	20%	18%	14%	13%	22%	14%	15%	10%
住宿预定服务	1,378	1,135	1,190	1,371	1,576	4,668	5,376	6,004	6,632
同比	22%	29%	23%	15%	14%	20%	15%	12%	10%
交通票务服务	2,027	1,723	2,000	1,881	2,185	7,229	7,919	8,614	9,308
同比	21%	17%	15%	8%	8%	20%	10%	9%	8%
其他	609	599	603	755	771	2,302	2,884	3,942	4,560
<b>度假</b>	<b>979</b>	<b>780</b>	<b>585</b>	<b>662</b>	<b>888</b>	<b>3,141</b>	<b>2,840</b>	<b>2,926</b>	<b>3,043</b>
销售成本	-1,827	-1,548	-1,365	-1,633	-1,962	-6,227	-6,614	-7,418	-8,069
<b>毛利</b>	<b>3,165</b>	<b>2,690</b>	<b>3,012</b>	<b>3,036</b>	<b>3,458</b>	<b>11,113</b>	<b>12,406</b>	<b>14,069</b>	<b>15,473</b>
毛利率	63.4%	63.5%	68.8%	65.0%	63.8%	64.1%	65.2%	65.5%	65.7%
<b>服务开发开支</b>	<b>-505</b>	<b>-515</b>	<b>-495</b>	<b>-505</b>	<b>-538</b>	<b>-2,001</b>	<b>-2,072</b>	<b>-2,319</b>	<b>-2,494</b>
同比	8%	0%	2%	2%	6%	10%	4%	12%	8%
<b>销售及营销开支</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,283</b>	<b>-1,454</b>	<b>-1,538</b>	<b>-1,572</b>	<b>-5,621</b>	<b>-5,910</b>	<b>-6,656</b>	<b>-7,245</b>
同比	15%	14%	6%	2%	7%	26%	5%	13%	9%
<b>行政开支</b>	<b>-328</b>	<b>-341</b>	<b>-307</b>	<b>-278</b>	<b>-338</b>	<b>-1,206</b>	<b>-1,278</b>	<b>-1,422</b>	<b>-1,511</b>
同比	67%	197%	16%	2%	3%	70%	6%	11%	6%
<b>经营利润</b>	<b>977</b>	<b>474</b>	<b>817</b>	<b>809</b>	<b>1,037</b>	<b>2,423</b>	<b>3,310</b>	<b>3,809</b>	<b>4,373</b>
OPM	19.6%	11.2%	18.7%	17.3%	19.1%	14.0%	17.4%	17.7%	18.6%
<b>核心OTA</b>	<b>1,249</b>	<b>983</b>	<b>1,107</b>	<b>1,070</b>	<b>1,411</b>	<b>3,815</b>	<b>4,698</b>	<b>5,473</b>	<b>6,137</b>
OPM	31.1%	28.4%	29.2%	26.7%	31.1%	26.9%	29.0%	29.5%	29.9%
<b>度假业务</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>26</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>87</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>91</b>
OPM	2.4%	2.3%	4.4%	0.7%	1.0%	2.8%	1.7%	2.0%	3.0%
<b>净利润</b>	<b>803</b>	<b>355</b>	<b>679</b>	<b>642</b>	<b>852</b>	<b>1,988</b>	<b>2,840</b>	<b>3,281</b>	<b>3,797</b>
净利润率	16.1%	8.4%	15.5%	13.8%	15.7%	11.5%	14.9%	15.3%	16.1%
<b>调整后净利润</b>	<b>910</b>	<b>660</b>	<b>788</b>	<b>775</b>	<b>1,020</b>	<b>2,785</b>	<b>3,389</b>	<b>3,880</b>	<b>4,441</b>
调整后净利润率	18.2%	15.6%	18.0%	16.6%	18.8%	16.1%	17.8%	18.1%	18.9%

资料来源: 公司财报, 国证国际预测

**附表：财务报表预测**

<b>利润表</b>						<b>资产负债表</b>					
(百万人民币)						(百万人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,896	17,341	19,020	21,487	23,542	贸易应收款项	1,218	1,728	1,921	2,156	2,370
营业成本	-3,158	-6,227	-6,614	-7,418	-8,069	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	8,738	11,113	12,406	14,069	15,473	预付款项及其他应收款项	4,370	5,450	5,597	6,323	6,928
销售费用	-4,473	-5,621	-5,910	-6,656	-7,245	按摊销成本计量的短期投资	2,317	161	1,940	2,192	2,401
研发费用	-1,821	-2,001	-2,072	-2,319	-2,494	受限制现金	145	136	150	169	185
管理费用	-711	-1,206	-1,278	-1,422	-1,511	总资产	5,192	8,020	10,208	16,308	23,004
金融资产减值亏损	-17	18	1	9	5	<b>流动资产合计</b>	<b>14,900</b>	<b>18,241</b>	<b>22,549</b>	<b>29,881</b>	<b>37,622</b>
其他收益	123	104	74	70	71	递延税项资产	2,495	3,147	3,452	3,899	4,272
<b>营业利润</b>	<b>1,869</b>	<b>2,423</b>	<b>3,310</b>	<b>3,809</b>	<b>4,373</b>	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
<b>税前利润</b>	<b>1,854</b>	<b>2,398</b>	<b>3,300</b>	<b>3,801</b>	<b>4,367</b>	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	-461	-520	-570	其他非流动资产	2,272	2,936	2,576	2,885	3,143
<b>税后利润</b>	<b>1,566</b>	<b>1,988</b>	<b>2,840</b>	<b>3,281</b>	<b>3,797</b>	<b>非流动资产合计</b>	<b>16,817</b>	<b>19,537</b>	<b>19,675</b>	<b>20,628</b>	<b>21,458</b>
少数股东权益	11	14	5	5	5	<b>总资产合计</b>	<b>31,717</b>	<b>37,777</b>	<b>42,224</b>	<b>50,509</b>	<b>59,080</b>
<b>归母净利润</b>	<b>1,554</b>	<b>1,974</b>	<b>2,835</b>	<b>3,276</b>	<b>3,792</b>	交易用户预付款项	4,131	4,467	4,745	5,321	5,788
<b>经调整净利润</b>	<b>2,199</b>	<b>2,785</b>	<b>3,389</b>	<b>3,880</b>	<b>4,441</b>	其他应付款项及应计费用	4,939	5,154	5,474	6,140	6,678
						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
						<b>流动负债合计</b>	<b>11,887</b>	<b>11,597</b>	<b>12,151</b>	<b>13,350</b>	<b>14,311</b>
						借款	11	2,794	2,704	2,614	2,524
						其他应付款项	75	948	1,040	1,175	1,288
						递延所得税负债	745	767	841	950	1,041
						其他非流动性负债	453	708	729	750	771
						<b>非流动负债合计</b>	<b>1,283</b>	<b>5,218</b>	<b>5,314</b>	<b>5,489</b>	<b>5,624</b>
						<b>负债合计</b>	<b>13,170</b>	<b>16,815</b>	<b>17,465</b>	<b>18,839</b>	<b>19,935</b>
						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	3,719	10,357	17,554
						<b>所有者权益合计</b>	<b>18,546</b>	<b>20,962</b>	<b>24,759</b>	<b>31,670</b>	<b>39,144</b>
						<b>负债及权益合计</b>	<b>31,717</b>	<b>37,777</b>	<b>42,224</b>	<b>50,509</b>	<b>59,080</b>
						<b>现金流量简表</b>					
						(百万人民币)					
						税前利润	1,854	2,398	3,300	3,801	4,367
						财务费用	-157	-231	-194	-212	-203
						折旧及摊销	1,021	1,071	1,114	1,158	1,201
						所得税	131	-18	-278	360	495
						营运资金变动	582	152	302	349	242
						<b>经营活动现金流</b>	<b>4,003</b>	<b>2,970</b>	<b>4,700</b>	<b>5,968</b>	<b>6,629</b>
						<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,762</b>	<b>-834</b>	<b>-2,042</b>	<b>610</b>	<b>533</b>
						<b>融资活动现金流</b>	<b>-592</b>	<b>679</b>	<b>-458</b>	<b>-477</b>	<b>-467</b>
						期初现金	1,649	2,814	2,201	6,101	6,696
						期末现金	5,192	8,007	10,208	16,308	23,004

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,其母公司或任何其他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