

同程旅行 (00780.HK)

预计 Q3 业绩韧性增长，万达酒管交割落定

优于大市

核心观点

三季度预计收入稳健增长，利润率继续优化。结合出行跟踪，我们预计公司 Q3 收入同比增长 9.8%，预计经调整净利润同比增长 14.3%。公司下沉市场线上化红利叠加国际业务增长助力 OTA 收入稳健增长，度假业务则承压延续；考虑 OTA 占比提升以及公司在营销效率与规模效应的持续释放，且度假业务结合需求变化适度减少买断业务投入，预计公司总体盈利能力继续优化。

核心 OTA 业务增长良好，度假业务承压延续。分业务来看，1、OTA 主业：预计 Q3 公司 OTA 业务收入同比增长 14.9%，1)住宿预订业务预计同比增长 14.5%（价端，结合酒店之家数据跟踪，Q3 行业 ADR 同比增长 2.4%，此前从 Q2 起平台 ADR 已经率先转正，预计三星酒店占比同比提升趋势延续；量端，预期酒店间夜量同比双位数增长；24Q3 起基数抬升后预期佣金率相对平稳）；2)交通业务预计同比增长 9.5%（Q3 国内民航客流同比增长 2.8%，预期公司与行业情况相近；此外聚焦变现率提升、国际业务贡献向上动能）；3) 预计其他业务收入同比增长 34%，主要系酒管业务快速扩张。2、度假业务：预计 Q3 收入同比下降 11%，主要系受东南亚出境游意愿相对不高影响。

万达酒管交割落定，延伸产业链布局。公司强调以 OTA 为核心的发展战略，同时延伸供应链布局，自 2021 年开始投资酒店以来已跻身国内酒管公司 TOP10，6 月底在营超 2700 家。10 月 17 日同程旅行官方公众号宣布，与万达酒管就 100%股权收购事宜完成交割，交易对价 24.9 亿元。作为轻资产管理公司，万达酒管业务范围包含酒店管理、酒店设计建设等板块，目前拥有万达瑞华、万达文华等九大品牌矩阵；截至 2025 年 6 月底，在营酒店共计 222 家，客房总量超过 42,500 间，另有 406 家已签约待开业。同程通过资本并购补充高端品牌，同时万达酒管在二线及以下城市的高端酒店布局与同程非一线城市用户群体相对契合。考虑此前同程并表的酒管业务分部盈亏平衡，预计并表后对于酒管部分的盈利能力有正向带动。

风险提示：行业竞争加剧，资源分配不及预期，公司治理风险。

投资建议：暂维持 2025-2027 年经调净利润至 33.7/ 39.3/45.3 亿元，对应动态 PE 为 14/12/11x。公司持续强化产品丰富度并逐步延伸上游产业链，有效承接下沉市场居民出游红利，付费用户保持良性增长，行业格局稳定下主业利润率稳步上行；前期受到两次资本收购扰动情绪，后续可持续观察生态闭环模式的运营效果；国庆节后进入旅游淡季同时市场资金风格变化，公司估值有所回调，后续关注业绩期催化，同时伴随更多地市探索春秋假制度，有望促进家庭出游频次提升并对旅游贝塔形成正面带动，维持“优于大市”。

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 21.68 港元
总市值/流通市值 50923/50923 百万港元
52 周最高价/最低价 24.90/16.55 港元
近 3 个月日均成交额 227.84 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) - 利润率优化逐季验证，付费用户与 ARPU 值良性增长》——2025-08-19
《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》——2025-05-26
《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

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	19,598	22,071	24,712
(+/-%)	80.7%	45.8%	13.0%	12.6%	12.0%
经调整净利润(百万元)	2199	2785	3371	3933	4530
(+/-%)	-1164.4%	26.7%	21.0%	16.6%	15.2%
每股收益(元)	0.98	1.24	1.44	1.67	1.93
EBIT Margin	8.9%	9.0%	13.0%	14.4%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	9.9%	11.9%	12.4%	12.9%
市盈率 (PE)	20.6	16.4	14.1	12.1	10.5
EV/EBITDA	31.4	24.9	19.6	16.8	14.6
市净率 (PB)	2.56	2.28	2.09	1.83	1.59

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

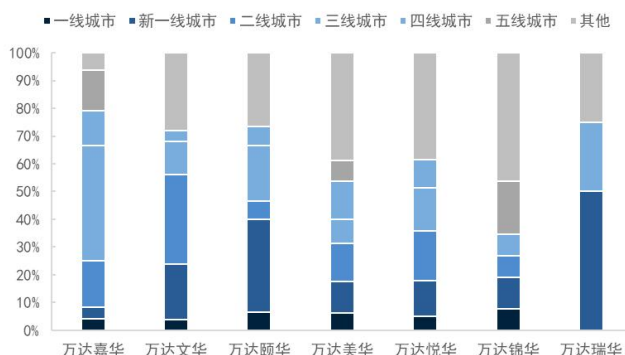
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

三季度预计收入稳健增长，利润率继续优化。结合出行跟踪，我们预计公司 Q3 收入同比增长 9.8%，预计经调整净利润同比增长 14.3%。公司下沉市场线上化红利叠加国际业务增长助力 OTA 收入稳健增长，度假业务则承压延续；考虑 OTA 占比提升以及公司在营销效率与规模效应的持续释放，且度假业务结合需求变化适度减少买断业务投入，预计公司总体盈利能力继续优化。

核心 OTA 业务增长良好，度假业务承压延续。分业务来看，1、OTA 主业：预计 Q3 公司 OTA 业务收入同比增长 14.9%，1）住宿预订业务预计同比增长 14.5%（价端，结合酒店之家数据跟踪，Q3 行业 ADR 同比增长 2.4%，此前从 Q2 起平台 ADR 已经率先转正，预计三星酒店占比同比提升趋势延续；量端，预期酒店间夜量同比双位数增长；24Q3 起基数抬升后预期佣金率相对平稳）；2）交通业务预计同比增长 9.5%（Q3 国内民航客流同比增长 2.8%，预期公司与行业情况相近；此外聚焦变现率提升、国际业务贡献向上动能）；3）预计其他业务收入同比增长 34%，主要系酒管业务快速扩张。2、度假业务：预计 Q3 收入同比下降 11%，主要系受东南亚出境游意愿相对不高影响。

万达酒管交割落地，延伸产业链布局。公司强调以 OTA 为核心的发展战略，同时延伸供应链布局，自 2021 年开始投资酒店以来已跻身国内酒管公司 TOP10，6 月底在营超 2700 家。10 月 17 日同程旅行官方公众号宣布，与万达酒管就 100% 股权收购事宜完成交割，交易对价 24.9 亿元。作为轻资产管理公司，万达酒管业务范围包含酒店管理、酒店设计建设等板块，目前拥有万达瑞华、万达文华等九大品牌矩阵；截至 2025 年 6 月底，在营酒店共计 222 家，客房总量超过 42,500 间，另有 406 家已签约待开业。同程通过资本并购补充高端品牌，同时万达酒管在二线及以下城市的高端酒店布局与同程 非一线城市用户群体相对契合。考虑此前同程并表的酒管业务分部盈亏平衡，预计并表后对于酒管部分的盈利能力有正向带动。

图1：万达酒店城市分布



资料来源：携程网，国信证券经济研究所整理（注：城市分类为第一财经《城市魅力排行榜》分类口径，其他为未上榜的县级城市等）

风险提示：行业竞争加剧，资源分配不及预期，公司治理风险。

投资建议：暂维持 2025-2027 年经调净利润至 33.7/39.3/45.3 亿元，对应动态 PE 为 14/12/11x。公司持续强化产品丰富度并逐步延伸上游产业链，有效承接下沉市场居民出游红利，付费用户保持良性增长，行业格局稳定下主业利润率稳步上行；前期受到两次资本收购扰动情绪，后续可持续观察生态闭环模式的运营效果；国庆节后进入旅游淡季同时市场资金风格变化，公司估值有所回调，后续关注业绩期催化，同时伴随更多地市探索春秋假制度，有望促进家庭出游频次提升并对旅游贝塔形成正面带动，维持“优于大市”。

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	
		2025-10-23	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E		27E
0780. HK	同程旅行	475	1.2	1.4	1.7	2.0	16	14	12	10	优于大市
9961. HK	携程集团-s	3,641	25.3	26.6	30.5	35.3	20	19	17	14	优于大市
BKNG. O	Booking	1,695	187	220	257	297	28	24	20	18	无评级
ABNB. O	Airbnb	792	4.1	4.3	4.8	5.5	31	30	26	23	无评级
EXPE. O	Expedia	282	12.1	14.4	16.9	20.0	19	16	13	11	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	11840	14603	18311	营业收入	11896	17341	19598	22071	24712
应收款项	5588	7178	8112	9136	10229	营业成本	3158	6227	6529	7152	7854
存货净额	1	7	7	8	8	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	145	136	154	174	194	销售费用	4473	5621	6302	7124	7967
流动资产合计	14900	18241	23013	27428	32603	管理费用	3210	3934	4218	4607	5008
固定资产	2495	3147	3784	4387	4947	财务费用	(18)	36	(4)	(3)	(65)
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	42820	47474	52842	营业利润	1808	2371	3219	3855	4613
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	5067	5553	6094	利润总额	1854	2398	3319	3955	4713
其他流动负债	5017	5507	6001	6676	7389	所得税费用	288	410	597	712	848
流动负债合计	11887	11597	13669	14829	16082	少数股东损益	11	14	19	23	27
长期借款及应付债券	11	2794	2844	2894	2944	经调整净利润	2199	2785	3371	3933	4530
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	19136	20547	22050	净利润	1554	1974	2702	3220	3838
少数股东权益	844	961	980	1003	1030	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	17703	20001	22704	25924	29762	折旧摊销	911	1083	1029	1062	1106
负债和股东权益总计	31717	37777	42820	47474	52842	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(18)	36	(4)	(3)	(65)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1049	511	79	316	339
每股收益	0.98	1.24	1.44	1.67	1.93	其它	11	14	19	23	27
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3526	3581	3829	4622	5309
每股净资产	7.90	8.87	9.67	11.04	12.67	资本开支	0	(1007)	(1100)	(1100)	(1100)
ROIC	9%	10%	13%	16%	19%	其它投资现金流	(810)	1073	0	(609)	(351)
ROE	9%	10%	12%	12%	13%	投资活动现金流	18	(750)	(1300)	(1909)	(1651)
毛利率	73%	64%	67%	68%	68%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	13%	14%	16%	负债净变化	(1847)	2784	50	50	50
EBITDA Margin	17%	15%	18%	19%	20%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	81%	46%	13%	13%	12%	其它融资现金流	1796	(5571)	1241	0	0
净利润增长率	-1164%	27%	37%	19%	19%	融资活动现金流	(1898)	(4)	1291	50	50
资产负债率	44%	47%	47%	45%	44%	现金净变动	1645	2828	3820	2763	3708
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3547	5192	8020	11840	14603
P/E	20.6	16.4	14.1	12.1	10.5	货币资金的期末余额	5192	8020	11840	14603	18311
P/B	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6	企业自由现金流	0	1878	2098	2892	3529
EV/EBITDA	31	25	20	17	15	权益自由现金流	0	(939)	3392	2944	3631

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

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