

2025 年 11 月 26 日

同程旅行 (780.HK)

SDICS

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

Q3 业绩符合预期，关注酒店间夜量及 ADR 提升

同程旅行 3 季度业绩符合预期，核心 OTA 收入及经营利润均同比增 15%，ARPPU 同比提升 6%，好于内地旅游大盘人均消费表现。我们微调 2026 年收入及利润预测，估值基准调整至 2026 年，上调目标价，维持买入评级。建议关注国内高星酒店间夜量提升、国际业务进展及与万达酒管的协同落地。

报告摘要

业绩符合预期：总收入 55 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 17% 至 10.6 亿元，略超我们/市场预期 4%/2%，经调整利润率 19.2%，同比/环比提升 1 个/3 个百分点，受益于经营费用效率优化。分业务看，核心 OTA 经营利润同比增 15% 至 14 亿元，经营利润率 31.2%，同比稳定，环比提升 4 个百分点；度假业务收入同比降 8%，经营利润率环比改善。

Q3 为核心 OTA 业务旺季：3 季度核心 OTA 收入同比增 15%，其中：1) 住宿预订收入同比增 15%，受益于日均间夜量（创新高）稳健增长及 ADR 小幅提升（好于行业）。高质量酒店间夜量同比增 20%，快于平台整体间夜量增速，占比持续提升。2) 交通票务预订收入同比增 9%，变现率稳定，国际机票业务贡献交通票务收入的 6%，同比提升 2 个百分点。

用户 ARPPU 值提升趋势不变：3 季度 MPU 为 4,770 万，同比增 3%，APU 同比增 9% 至 2.53 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 74 元/63 元，同比增 6%/7%，对比 Q3 国内旅游大盘人均单次旅游消费同比降 7%（文旅部数据），我们认为平台的用户规模优势将逐步释放。

财务预测：我们预计 4 季度核心 OTA 收入同比增 17%，其中住宿预订/交通票务同比增 15%/9%，预计国内酒店预订收入仍主要由间夜量增长驱动。我们微调 2026 年收入及利润预测，预计核心 OTA 收入同比增 15%，分部经营利润小幅提升，预计整体经调整净利润同比增 16%。看中长期业务潜力，对于国内业务，我们认为住宿预订是主要增长动力，高星酒店占比提升将带动 ADR 增长、新住宿场景开发带来间夜量新增长动力；对于国际业务，公司指引未来 2-3 年对总收入的占比有望提升至 10-15%，当前的业务重心为提升国际机票用户粘性 & 单量、国际酒店供给能力建设。

估值：我们将估值基准调整至 2026 年，考虑同业估值水平及公司业务前景，我们给予 14.0x 2026 年市盈率（vs. 此前为 16.0x 2025E），上调目标价至 27.2 港元（前值：24.9 港元），维持买入评级。核心 OTA 业务前景维持稳健，后续建议关注国内高星酒店间夜量提升、国际业务进展及与万达酒管的协同落地。

风险：消费预期疲弱影响旅游支出；间夜量及 ADR 增长不及预期。

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	19,304	21,852	23,893
同比增长（%）	-12.6%	80.7%	45.8%	11.3%	13.2%	9.3%
调整后净利润（百万元）	647	2,199	2,785	3,454	3,996	4,572
调整后净利润率（%）	9.8%	18.5%	16.1%	17.9%	18.3%	19.1%
调整后每股盈利（元）	0.29	0.98	1.24	1.54	1.78	2.04
市盈率（倍）	71.6	21.1	16.6	13.4	11.6	10.1
市销率（倍）	7.0	3.9	2.7	2.4	2.1	1.9
净资产收益率（%）	-0.9%	8.4%	9.4%	11.9%	10.8%	10.1%

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

27.2 港元

股价 2025-11-25

21.62 港元

总市值(百万港元)	50,785
流通市值(百万港元)	27,126
总股本(百万股)	2,349
流通股本(百万股)	1,255
12 个月低/高(港元)	17/24.9
平均成交(百万港元)	171.7

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	0.37	-2.46	-14.39
绝对收益	-0.64	-1.01	20.27

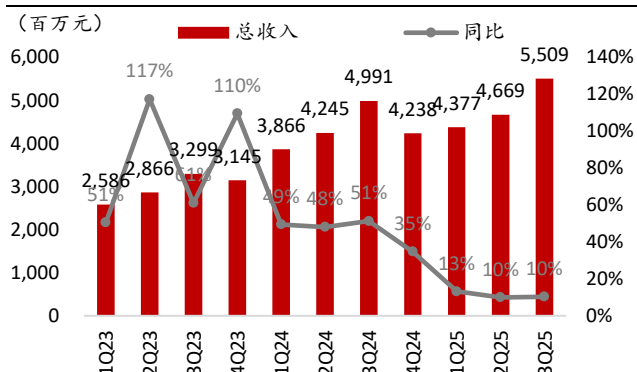
数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

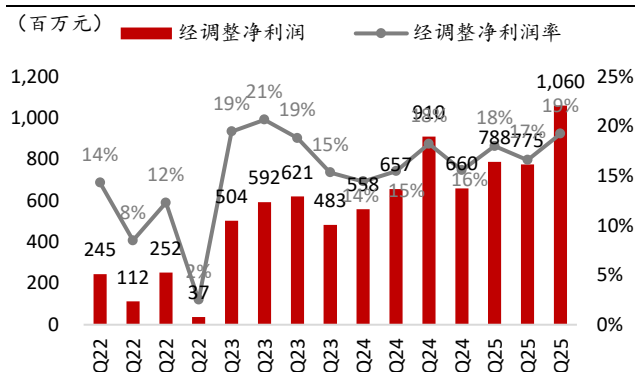
3Q25 业绩概览

图表 1: 3Q25 总收入同比增 10%



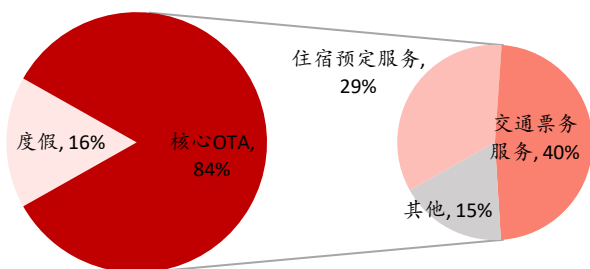
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 2: 3Q25 经调整净利润率为 19%



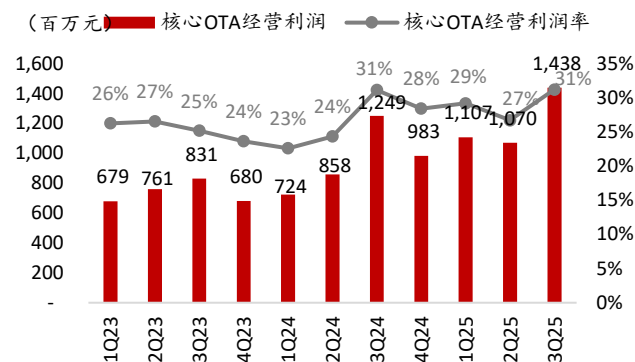
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 3Q25 核心 OTA 收入占比 84%



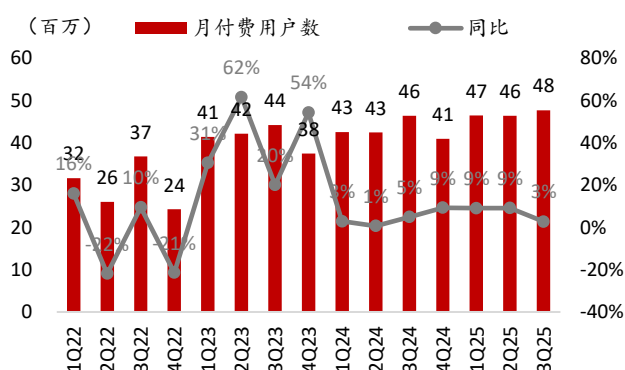
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 4: 3Q25 核心 OTA 经营利润率提升至 31%



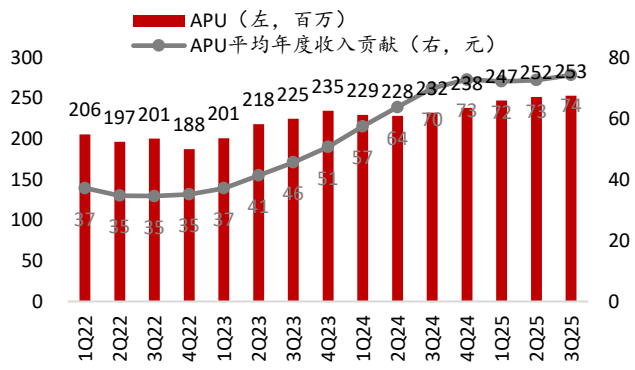
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 5: 3Q25 MPU 同比增 3%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 6: APU 同比增 9%至 2.53 亿人



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

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	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	4,238	4,377	4,669	5,509	4,748	17,341	19,304	21,852	23,893
同比	35%	13%	10%	10%	12%	46%	11%	13%	9%
核心OTA业务	3,457	3,792	4,008	4,609	4,045	14,199	16,454	18,917	20,840
同比	20%	18%	14%	15%	17%	22%	16%	15%	10%
住宿预定服务	1,135	1,190	1,371	1,579	1,305	4,668	5,445	6,091	6,728
同比	29%	23%	15%	15%	15%	20%	17%	12%	10%
交通票务服务	1,723	2,000	1,881	2,209	1,882	7,229	7,972	8,681	9,380
同比	17%	15%	8%	9%	9%	20%	10%	9%	8%
其他	599	603	755	821	858	2,302	3,037	4,145	4,731
度假	780	585	662	900	703	3,141	2,850	2,935	3,053
销售成本	-1,548	-1,365	-1,633	-1,887	-1,725	-6,227	-6,610	-7,428	-8,062
毛利	2,690	3,012	3,036	3,622	3,023	11,113	12,694	14,424	15,831
毛利率	63.5%	68.8%	65.0%	65.7%	63.7%	64.1%	65.8%	66.0%	66.3%
服务开发开支	-515	-495	-505	-515	-565	-2,001	-2,079	-2,321	-2,490
同比	0%	2%	2%	2%	10%	10%	4%	12%	7%
销售及营销开支	-1,283	-1,454	-1,538	-1,715	-1,411	-5,621	-6,119	-6,893	-7,489
同比	14%	6%	2%	17%	10%	26%	9%	13%	9%
行政开支	-341	-307	-278	-291	-375	-1,206	-1,252	-1,388	-1,469
同比	197%	16%	2%	-11%	10%	70%	4%	11%	6%
经营利润	474	817	809	1,163	744	2,423	3,442	3,982	4,565
OPM	11.2%	18.7%	17.3%	21.1%	15.7%	14.0%	17.8%	18.2%	19.1%
核心OTA	983	1,107	1,070	1,438	1,150	3,815	4,766	5,564	6,223
OPM	28.4%	29.2%	26.7%	31.2%	28.4%	26.9%	29.0%	29.4%	29.9%
度假业务	18	26	4	12	8	87	51	59	92
OPM	2.3%	4.4%	0.7%	1.4%	1.2%	2.8%	1.8%	2.0%	3.0%
净利润	355	679	642	985	624	1,988	2,965	3,445	3,980
净利润率	8.4%	15.5%	13.8%	17.9%	13.1%	11.5%	15.4%	15.8%	16.7%
调整后净利润	660	788	775	1,060	758	2,785	3,454	3,996	4,572
调整后净利润率	15.6%	18.0%	16.6%	19.2%	16.0%	16.1%	17.9%	18.3%	19.1%

资料来源：公司财报，国投证券国际预测

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,896	17,341	19,304	21,852	23,893	贸易应收款项	1,218	1,728	1,950	2,192	2,405
营业成本	-3,158	-6,227	-6,610	-7,428	-8,062	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
毛利润	8,738	11,113	12,694	14,424	15,831	预付款项及其他应收款项	4,370	5,450	5,681	6,431	7,032
销售费用	-4,473	-5,621	-6,119	-6,893	-7,489	按摊销成本计量的短期投资	2,317	161	1,969	2,229	2,437
研发费用	-1,821	-2,001	-2,079	-2,321	-2,490	受限制现金	145	136	152	172	188
管理费用	-711	-1,206	-1,252	-1,388	-1,469	总资产	5,192	8,020	10,071	16,146	22,817
金融资产减值亏损	-17	18	-24	-3	-13	流动资产合计	14,900	18,241	22,556	29,904	37,612
其他收益	123	104	64	70	71	递延税项资产	2,495	3,147	3,503	3,966	4,336
营业利润	1,869	2,423	3,442	3,982	4,565	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
税前利润	1,854	2,398	3,433	3,974	4,559	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	-468	-529	-579	其他非流动资产	2,272	2,936	2,612	2,931	3,186
税后利润	1,566	1,988	2,965	3,445	3,980	非流动资产合计	16,817	19,537	19,762	20,739	21,565
少数股东权益	11	14	5	5	5	总资产合计	31,717	37,777	42,318	50,643	59,177
归母净利润	1,554	1,974	2,960	3,440	3,975	交易用户预付款项	4,131	4,467	4,742	5,329	5,783
经调整净利润	2,199	2,785	3,454	3,996	4,572	其他应付款项及应计费用	4,939	5,154	5,471	6,148	6,673
						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
						流动负债合计	11,887	11,597	12,145	13,365	14,301
						借款	11	2,794	2,704	2,614	2,524
						其他应付款项	75	948	1,056	1,195	1,307
						递延所得税负债	745	767	853	966	1,056
						其他非流动性负债	453	708	729	750	771
						非流动负债合计	1,283	5,218	5,342	5,525	5,659
						负债合计	13,170	16,815	17,488	18,891	19,960
						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	3,791	10,439	17,627
						所有者权益合计	18,546	20,962	24,830	31,752	39,217
						负债及权益合计	31,717	37,777	42,318	50,643	59,177
						现金流量简表					
						(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
						税前利润	1,854	2,398	3,433	3,974	4,559
						财务费用	-157	-231	-194	-212	-203
						折旧及摊销	1,064	1,115	1,158	1,204	1,248
						所得税	-192	-435	-278	360	515
						营运资金变动	911	-688	192	341	221
						经营活动现金流	4,003	2,970	4,704	6,129	6,812
						投资活动现金流	-1,762	-834	-1,988	625	531
						融资活动现金流	-592	679	-666	-678	-672
						期初现金	3,547	5,192	8,020	10,071	16,146
						期末现金	5,192	8,020	10,071	16,146	22,817

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

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投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际,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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际,其母公司或任何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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际,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),国投证券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。

收件人应注意国投证券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,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

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。
- 国投证券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。

国投证券(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