

业务扩张进程良好，盈利能力持续优化

—— 公司点评

2025 年 11 月 27 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年三季报。3Q25 公司实现营收 55.1 亿元/同比+10.4%；核心 OTA 平台实现营收 46.1 亿元/同比+14.9%；实现归母净利润 9.8 亿元/同比+23.0%；实现经调归母净利润 10.5 亿元/同比+16.5%。
- 机酒增长趋势延续，万达酒管于 10 月并表预计带来持续拓张空间。**分板块看，1) 住宿预定业务实现营收 15.8 亿元/同比+14.7%，增速领先整体行业，一方面行业承压趋势有所改善，同时公司三星及以上酒店占比持续提升驱动 ADR 上涨；2) 交通票务服务实现营收 22.1 亿元/同比+9.0%，国际机票和辅营产品收入保持快速增长；3) 其他业务实现营收 8.2 亿元/同比+34.9%，主要受益于酒管业务的快速扩张，同时万达酒管于 10 月中正式并表，预计为 4Q 带来明确增量空间；4) 度假业务实现营收 9.0 亿元/同比-8%，预计受东南亚地区出游需求下降导致。
- 用户运营重点由量转质，自有 APP 推广进程良好。**截至 3Q25，公司平均月付费用户达 47.7 万人次/同比+2.8%，增速环比 2Q25 下降 6.4pct。我们认为，当前公司用户数量已具一定规模，增速放缓属正常现象，当前战略重心由量端扩张转至单一用户 ARPU 值的提升与释放，目前客单价和消费频次较高的自有 APP 渠道获客进展顺利，其日活跃用户于国庆假期前创下历史新高。
- 盈利能力保持优化趋势，未来仍具备进一步上行空间：**3Q25 公司毛利率为 65.7%/同比+2.3%。费用端，服务开发开支/销售及营销开支/行政开支在营收中占比同比-1.5pct/-1.8pct/-0.7pct，精细化运营下成本端仍有优化空间。报告期内公司核心 OTA 平台 Margin 为 31.2%/同比+0.1pct，经调归母净利率为 19.2%/同比+1.0pct，盈利能力继续维持上行趋势，当前出境游业务属于市场份额扩张阶段，我们认为未来公司盈利端仍具备较大提升空间。
- 投资建议：**公司出境游业务持续拓展，精细化营销运营成效显著，同时自有 APP 用户规模持续扩大，25 年核心 OTA 盈利能力预计保持上行。我们预计 2025-2027 调整后净利润为 33.7 亿元/38.5 亿元/44.6 亿元，对应经调 PE 估值为 14X/12X/10X，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行风险；新业务拓展不及预期风险；竞争加剧风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,340.69	19,286.88	22,169.23	24,391.37
收入增长率%	45.77	11.22	14.94	10.02
经调净利润(百万元)	2785.40	3366.95	3847.97	4461.69
利润增长率%	26.63	20.88	14.29	15.95
毛利率%	64.09	65.99	66.30	67.00
经调 EPS(元)	0.84	1.25	1.39	1.66
经调 PE	16.79	13.89	12.16	10.48
PB	2.57	2.29	2.04	1.80
PS	4.32	2.96	2.66	2.32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

同程旅行（股票代码：0780.HK）

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：18916370173

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

研究助理：邱爽

✉：qiushuang_yj@chinastock.com.cn

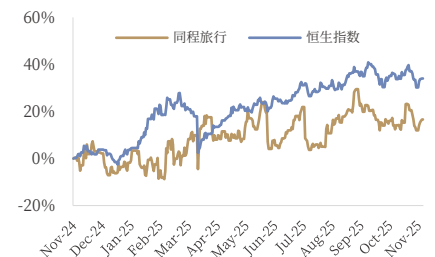
市场数据

2025-11-27

股票代码	0780.HK
H 股收盘价(港元)	21.86
恒生指数	25945.93
总股本(亿股)	23.49
实际流通 H 股(亿股)	23.49
流通 H 股市值(亿港元)	511

相对恒生指数表现图

2025-11-27



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河社服】公司点评：同程旅行（0780.HK）：精细化运营成效显著，利润率有望持续上行
- 【银河社服】公司点评：同程旅游（0780.HK）：国际业务持续扩张，盈利能力稳步提升
- 【银河社服】公司点评：同程旅游（0780.HK）：拟收购万达酒管，业绩边际改善趋势确定

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,240.56	26,182.14	32,744.66	39,181.17
现金	8,156.32	12,454.80	17,374.29	22,544.18
应收票据及账款	1,834.74	2,206.07	2,535.76	2,789.93
其它应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	5,151.37	6,703.87	7,705.74	8,478.13
存货	6.65	3.02	3.44	3.71
其他（流动资产）	3,091.48	4,814.37	5,125.42	5,365.22
非流动资产	19,536.64	17,961.90	16,387.16	14,812.42
长期投资	1,682.15	1,682.15	1,682.15	1,682.15
固定资产	3,146.93	2,653.91	2,160.89	1,667.87
无形资产	6,490.33	5,408.61	4,326.89	3,245.16
其他（非流动资产）	8,217.24	8,217.24	8,217.24	8,217.24
资产总计	37,777.20	44,144.03	49,131.82	53,993.59
流动负债	11,597.14	15,475.43	17,705.00	19,264.11
短期借款	1,359.29	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	4,467.13	7,479.63	8,520.19	9,179.50
其他（流动负债）	5,770.72	7,995.80	9,184.81	10,084.62
非流动负债	5,217.75	5,217.75	5,217.75	5,217.75
长期借款	2,794.46	2,794.46	2,794.46	2,794.46
其他（非流动负债）	2,423.30	2,423.30	2,423.30	2,423.30
负债总计	16,814.89	20,693.18	22,922.76	24,481.87
少数股东权益	960.84	981.54	1,004.49	1,031.97
归属母公司股东权益	20,001.47	22,469.31	25,204.57	28,479.75
负债和股东权益	37,777.20	44,144.03	49,131.82	53,993.59

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,969.88	6,206.72	5,508.38	5,844.16
净利润现金流量表	1,988.27	2,959.71	3,280.43	3,927.96
折旧摊销	1,082.61	1,574.74	1,574.74	1,574.74
财务费用现金流量表	36.27	129.03	83.33	65.67
其它经营现金流	-137.27	1,543.24	569.89	275.78
投资活动现金流	-834.26	51.23	16.66	16.70
资本支出	-735.68	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-98.57	51.23	16.66	16.70
筹资活动现金流	678.80	-1,959.48	-605.55	-690.97
短期借款增加	-1,180.81	-1,359.29	0.00	0.00
长期借款增加	2,783.52	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-923.91	-600.19	-605.55	-690.97
现金净增加额	2,814.41	4,298.47	4,919.49	5,169.89

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,340.69	19,286.88	22,169.23	24,391.37
营业成本	6,227.20	6,558.60	7,471.03	8,049.15
税金及附加	0.00	1,986.78	2,283.70	2,512.61
销售费用	7,621.60	6,219.49	7,049.82	7,561.33
管理费用	1,206.18	1,160.18	1,441.00	1,585.44
财务费用	36.27	129.03	83.33	65.67
其他费用	0.00	1,986.78	2,283.70	2,512.61
其他经营性损益	0.00	242.58	77.55	67.20
投资收益	10.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,260.03	3,475.37	3,917.91	4,684.38
资产收益	10.60	0.00	0.00	0.00
其他非经营性收益	137.79	61.22	20.00	20.00
利润总额	2,397.83	3,536.59	3,937.91	4,704.38
所得税	409.56	576.89	657.48	776.41
净利润	1,988.27	2,959.71	3,280.43	3,927.96
少数股东损益	13.91	20.71	22.95	27.48
归属母公司净利润	1,974.36	2,939.00	3,257.48	3,900.48
EBITDA	3,516.70	5,240.36	5,595.98	6,344.79
EPS（元）	0.84	1.25	1.39	1.66
经调净利润(百万元)	2785.40	3366.95	3847.97	4461.69
经调 EPS(元)	0.84	1.25	1.39	1.66

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营收增速(%)	45.77	11.22	14.94	10.02
归母净利润增速(%)	27.00	48.86	10.84	19.74
销售毛利率(%)	64.09	65.99	66.30	67.00
销售净利率(%)	11.47	15.35	14.80	16.10
ROE(%)	9.87	13.08	12.92	13.70
ROIC(%)	12.43	18.90	25.67	35.69
资产负债率(%)	44.51	46.88	46.66	45.34
净负债比率(%)	-19.09	-41.19	-55.63	-66.92
流动比率	1.57	1.69	1.85	2.03
速动比率	1.54	1.56	1.71	1.90
总资产周转率	0.46	0.44	0.45	0.45
应收账款周转率	9.45	8.74	8.74	8.74
存货周转率	936.84	2,169.01	2,169.01	2,169.01
固定资产周转率	5.51	7.27	10.26	14.62
每股收益	0.84	1.25	1.39	1.66
每股经营现金	1.26	2.64	2.35	2.49
每股净资产	8.51	9.57	10.73	12.12
P/E	26.01	17.47	15.76	13.16
P/B	2.57	2.29	2.04	1.80
EV/EBITDA	-1.10	2.40	5.33	7.37
P/S	4.32	2.96	2.66	2.32
经调 PE	16.79	13.89	12.16	10.48

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾嘉闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn