

同程旅行

780 HK

中国互联网行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

纪律重于叙事逻辑

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 5 日发布的题为《Discipline over narrative》的报告，尽管美国有关具备自主行动能力的人工智能取代包括在线旅行社（OTAs）在内的交易型平台的叙事广泛流传，但中信里昂认为该风险在中国不会立即显现，主要因 OTA 对供应链有更严格的控制。分析预计公司的酒店管理业务将在 2026 年营收增长中占据更大比重，但可能伴随着前期的支出增加。分析指出，同程不太可能受益于携程反垄断调查，因为二者共享库存池。

谷歌新推出的自动浏览航班预订功能引发了全球 OTA 板块的抛售。中信里昂认为这属于叙事驱动型抛售，并受到 SaaS 板块的传导影响。分析指出该影响在中国市场可能有限，因本土 OTA 更具移动端原生优势且供应链控制更严密特别是面对连锁率较低的酒店业。虽然同程自有酒店管理业务可降低被 AI 绕过的风险，但市场风险偏好已明显下降。

尽管价格压力有所缓解，分析预计同程在 2026 年的住宿与交通票务收入合计增速将放缓，而其他收入受益于酒店管理业务有机扩张与万达酒店管理并表。万达酒店门店可能在 2026/27 财年加速扩张，或伴随加盟商激励与会员权益的升级。

携程反垄断调查引发市场对同程的关注升温。分析认为该逻辑不成立，因二者在国内市场共享酒店库存池，同程平台 60-70% 的酒店交易量来自携程库存。若携程被迫调整酒店佣金与供应排他性条款，同程亦难获益。中国 OTA 市场竞争加剧的风险同样值得关注。进一步分析显示，同程利润率扩张的驱动因素仍有待观察，需待携程调查结论落地后，方能更清晰判断利润率驱动因素的可见度与可持续性。

催化因素

即将发布的财报与指引（特别是利润率）；主要节假日前后行业出行数据及航空/铁路/酒店数据；并购与价值链拓展进展；资本配置与股东回报策略变化。

投资风险

主要风险包括对腾讯与携程的依赖及相关合作协议续约风险、行业竞争、监管风险、与大股东潜在利益冲突及协议安排。OTA 市场整体竞争格局趋稳且新进入壁垒较高，但同程可能面临美团在低线市场的竞争压力。现有及潜在的反垄断、数据安全、电商与员工福利等监管措施可能冲击现有商业模式并导致财务损失。旅游业务可能受地缘政治与安全风险影响。非相关收购可能显示资本使用不当。但公司可能推出股份回购计划以恢复投资者信心，且旅游业务对利润率的拖累可能小于预期。酒店管理业务的有机与无机增长或带来超越传统 OTA 的增长动能，并助推利润率扩张。

公司概况

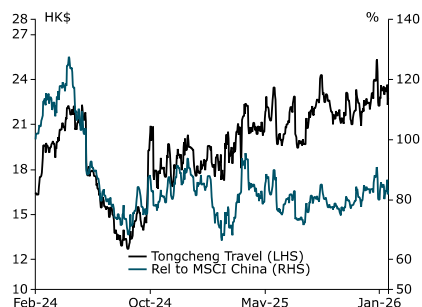
同程旅行是 2018 年 3 月完成合并的同程艺龙整合业务实体。作为首批入驻腾讯微信移动支付界面的第三方在线服务提供商，公司主要向中国低线城市用户提供住宿预订、交通票务及在线广告等旅行相关服务。2024 年通过收购拓展旅游业务。

收入按产品分类	
交通票务服务	50.7%
住宿预订服务	32.8%
其他	16.5%

收入按地区分类	
亚洲	100.0%
中东及非洲	0.0%
欧洲	0.0%
美洲	0.0%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 5 日): 22.76 港元

市场共识目标价(路孚特): 26.65 港元

12 个月最高/最低价: 25.32 港元/17.26 港元

主要股东:

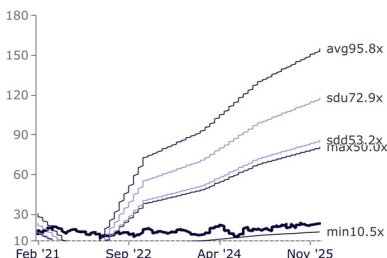
携程 25.70%

腾讯 21.84%

市值: 71.90 亿美元

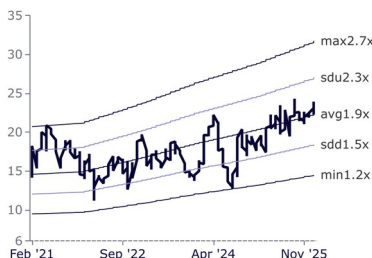
3 个月日均成交额: 26.81 百万美元

市盈率区间



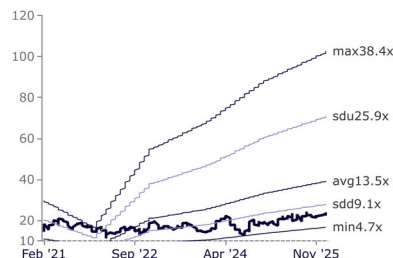
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息收益率(%)			股本回报率(%)		
				FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F
美图公司	1357 HK	46.6	6.45	33.6	31.5	24.3	5.4	4.5	3.6	0.0	0.0	0.0	17.6	15.5	16.4

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 5 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。