同程旅行（00780.HK）

主业盈利持续验证，强调酒管业务新成长曲线

优于大市

核心观点

Q4 收入增速环比提升，OTA 业务占比提升驱动公司盈利能力继续改善。公司 2025Q4 收入 48.4 亿/+14.2%，归母净利润 0.8 亿，经调整利润 7.8 亿元/+18.1%。2025 年收入 194 亿元/+11.9%，归母净利润 24 亿元/+20.1%，经调整净利润 34 亿元/+22.2%。OTA 业务增速环比提升至 17.5%主因酒店管理业务带动，Q4 其他收入增长 53%，OTA 经营利润率同比持平；度假业务同比-0.3%，经营亏损 4.3 亿元，计提线下旅行社商誉减值 4.5 亿元。公司全年派息每股 0.25 港元，对应净利润与经调整净利润分红率分别 24%/17%。

分业务：酒店预订结构性升级，国际业务平衡收入利润，酒管业务增长突出。公司聚焦下沉市场客群，Q4 交通/住宿/其他业务收入同比增长 6.5%/15.4%/53.0%。Q4 公司酒店 ADR 延续 25Q2 起的正增长趋势，幅度进一步提升，其中平台三星及以上间夜量占比提升 5pct，平台用户对高品质酒店偏好增强；Q4 国际机票业务占总交通收入超 7%，全年实现量价平衡增长。其他增速增长提速，主要由酒店管理业务及万达酒店整合推动。Q4 付费用户与 ARPU 良性增长，平台年累计付费用户 2.5 亿/+6.0%，年累计 ARPU 76.8 元/+5.5%。

立足 OTA 本土主业与出境增长，强调酒管业务扩张引擎。公司一是以 OTA 业务为核心，继续承载大众居民出行升级红利，反映在酒店价格同比增速好于行业。二是出境游占比提升，预期中期从 2025 年占总交通及住宿收入的 5-6%提升至 10-15%。三是强调酒管业务新增长引擎，公司自 2021 年开始投资酒店管理业务以来，10 月整合万达酒管后在营 3000 家，公开会上管理层预计 2026 年酒店管理业务保持良好收入增长，盈利能力进一步改善。四是公司利润率将通过 AI 提升运营效率、酒店管理业务规模效应逐步改善。需要说明的是，市场目前对于 AI 技术迭代对垂类平台担忧显著，但我们认为履约能力依然是核心，公司当前一方面拥抱 AI 在前端与后端提效并支持外部元宝跳转，另外业务层面从此前 BD 端相对轻资产模式运营这两年也在积极向产业链上游延伸并积极发力酒管业务，本质上是有助于公司自身资源的强化；后续建议重点跟踪 AI 技术布局进展以及上游整合与酒管业务盈利跑通进度。

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：维持公司 2025-2027 年经调净利润至 40.0/46.1 亿元，新增 2028 年 52.1 亿元预测，对应动态 PE 为 10/9/8x。假期制度优化支撑旅游景气度抬升，公司低线城市基本盘与微信生态流量仍具韧性，预计公司短期业绩有支撑；但当前估值已经回落至历史低位，反映市场对 AI 技术迭代下 OTA 垂类赛道长期护城河的担忧，后续建议重点跟踪 AI 技术布局进展以及上游资源整合与酒管业务盈利跑通进度，维持公司"优于大市"评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17,341	19,396	21,950	24,599	27,421
（+/-%）	45.8%	11.9%	13.2%	12.1%	11.5%
经调整净利润（百万元）	2785	3403	3996	4609	5216
（+/-%）	27.0%	22.2%	17.4%	15.3%	13.2%
每股收益（元）	1.20	1.45	1.70	1.96	2.22
EBIT Margin	13.2%	16.9%	19.1%	20.2%	20.9%
净资产收益率（ROE）	9.9%	10.5%	13.1%	13.4%	13.5%
市盈率（PE）	14.5	12.0	10.2	8.9	7.8
EV/EBITDA	17.9	13.6	11.8	10.4	9.5
市净率（PB）	2.02	1.81	1.58	1.36	1.18

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

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

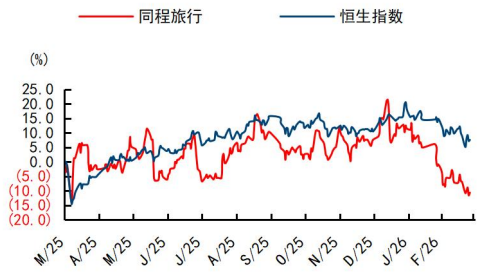
证券分析师：曾光
0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：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	18.63 港元
总市值/流通市值	43858/43858 百万港元
52 周最高价/最低价	25.42/17.84 港元
近 3 个月日均成交额	198.41 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）-出境与酒管贡献增长动能，盈利优化趋势明确》——2025-11-26

《同程旅行（00780.HK）-预计 Q3 业绩韧性增长，万达酒管交割落定》——2025-10-23

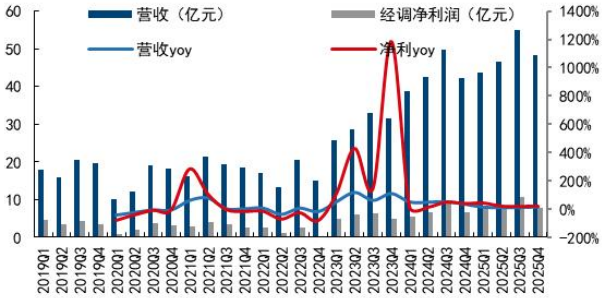
《同程旅行(00780.HK)-利润率优化逐季验证，付费用户与 ARPU 值良性增长》——2025-08-19

《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

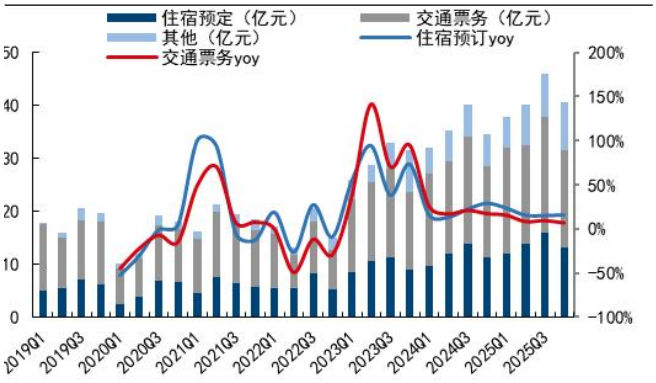
Q4 收入增速环比提升，OTA 业务占比提升驱动公司盈利能力继续改善。公司 2025Q4 收入 48.4 亿/+14.2%，归母净利润 0.8 亿，经调整利润 7.8 亿元/+18.1%。2025 年收入 194 亿元/+11.9%，归母净利润 24 亿元/+20.1%，经调整净利润 34 亿元/+22.2%。OTA 业务增速环比提升至 17.5%主因酒店管理业务带动，Q4 其他收入增长 53%，OTA 经营利润率同比持平；度假业务同比-0.3%，经营亏损 4.3 亿元，计提线下旅行社商誉减值 4.5 亿元。公司全年派息每股 0.25 港元，对应净利润与经调整净利润分红率分别 24%/17%。

图1：公司逐季度业绩变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司逐季度收入拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分业务：酒店预订结构性升级，国际业务平衡收入利润，酒管业务增长突出。公司聚焦下沉市场客群，Q4 交通/住宿/其他业务收入同比增长 6.5%/15.4% /53.0%。Q4 公司酒店 ADR 延续 25Q2 起的正增长趋势，幅度进一步提升，其中平台三星及以上间夜量占比提升 5pct，平台用户对高品质酒店偏好增强；Q4 国际机票业务占总交通收入超 7%，全年实现量价平衡增长。其他增速增长提速，主要由酒店管理业务及万达酒店整合推动。Q4 付费用户与 ARPU 良性增长，平台年累计付费用户 2.5 亿/+6.0%，年累计 ARPU 76.8 元/+5.5%。

立足 OTA 本土主业与出境增长，强调酒管业务扩张引擎。公司一是以 OTA 业务为核心，继续承载大众居民出行升级红利，反映在酒店价格同比增速好于行业。二是出境游占比提升，预期中期从 2025 年占总交通及住宿收入的 5-6%提升至 10-15%。三是强调酒管业务新增长引擎，公司自 2021 年开始投资酒店管理业务以来，10 月整合万达酒管后在营 3000 家，公开会上管理层预计 2026 年酒店管理业务保持良好收入增长，盈利能力进一步改善。四是公司利润率将通过 AI 提升运营效率、酒店管理业务规模效应逐步改善。需要说明的是，市场目前对于 AI 技术迭代对垂类平台担忧显著，但我们认为履约能力依然是核心，公司当前一方面拥抱 AI 在前端与后端提效并支持外部元宝跳转，另外业务层面从此前 BD 端相对轻资产模式运营这两年也在积极向产业链上游延伸并积极发力酒管业务，本质上是有助于公司自身资源的强化；后续建议重点跟踪 AI 技术布局进展以及上游整合与酒管业务盈利跑通进度。

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：维持公司 2025-2027 年经调净利润至 40.0/46.1 亿元，新增 2028 年 52.1 亿元预测，对应动态 PE 为 10/9/8x。假期制度优化支撑旅游景气度抬升，公司低线城市基本盘与微信生态流量仍具韧性，预计公司短期业绩有支撑；但当前估值回落至历史低位，反映市场对 AI 技术迭代下 OTA 垂类赛道长期护城河的担忧，后续建议重点跟踪 AI 技术布局进展以及酒管业务盈利跑通进度，维持公司"优于大市"评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8020	6506	10647	13271	17867
应收款项	7178	7955	9003	10089	11247
存货净额	7	12	13	14	16
其他流动资产	136	442	501	561	625
流动资产合计	**18241**	**20264**	**25512**	**30408**	**36875**
固定资产	3147	3380	3991	4568	5101
无形资产及其他	11316	14308	13566	12825	12083
投资性房地产	1105	636	636	636	636
长期股权投资	3969	3356	3556	3756	3956
资产总计	**37777**	**41945**	**47262**	**52193**	**58651**
短期借款及交易性金融负债	1359	3272	3366	2600	2600
应付款项	4731	4733	5514	6071	6642
其他流动负债	5507	6732	7481	8278	9149
流动负债合计	**11597**	**14737**	**16361**	**16949**	**18391**
长期借款及应付债券	2794	828	878	928	978
其他长期负债	2423	2807	3007	3207	3407
长期负债合计	**5218**	**3636**	**3886**	**4136**	**4386**
负债合计	**16815**	**18372**	**20247**	**21084**	**22776**
少数股东权益	961	1018	1072	1137	1212
股东权益	20001	22555	25943	29972	34663
负债和股东权益总计	**37777**	**41945**	**47262**	**52193**	**58651**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.20	1.45	1.70	1.96	2.22
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	8.59	9.60	11.02	12.73	14.72
ROIC	10%	11%	14%	18%	21%
ROE	10%	11%	13%	13%	14%
毛利率	64%	66%	68%	68%	69%
EBIT Margin	13%	17%	19%	20%	21%
EBITDA Margin	19%	24%	25%	25%	26%
收入增长	46%	12%	13%	12%	11%
净利润增长率	27%	20%	43%	19%	16%
资产负债率	47%	46%	45%	43%	41%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	14.5	12.0	10.2	8.9	7.8
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	18	14	12	10	9

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**17341**	**19396**	**21950**	**24599**	**27421**
营业成本	6227	6538	7099	7809	8548
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	5621	6281	7072	7931	8917
管理费用	3934	4104	4423	4736	5076
财务费用	36	172	(18)	(70)	(155)
投资收益	11	56	0	0	0
资产减值及公允价值变动	45	135	0	0	0
其他收入	820	530	942	942	942
营业利润	2398	3021	4316	5134	5976
营业外净收支	0	0	0	0	0
利润总额	**2398**	**3021**	**4316**	**5134**	**5976**
所得税费用	410	612	874	1040	1210
少数股东损益	14	38	54	64	75
经调整净利润	**2785**	**3403**	**3996**	**4609**	**5216**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	**1974**	**2371**	**3388**	**4029**	**4691**
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	1083	1299	1231	1265	1309
公允价值变动损失	(45)	(135)	0	0	0
财务费用	36	172	(18)	(70)	(155)
营运资本变动	511	991	623	405	419
其它	14	38	54	64	75
经营活动现金流	**3537**	**4565**	**5296**	**5764**	**6493**
资本开支	0	(869)	(1100)	(1100)	(1100)
其它投资现金流	1073	(2449)	0	(1123)	(647)
投资活动现金流	**258**	**(2705)**	**(1300)**	**(2423)**	**(1947)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	2784	(1966)	50	50	50
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	(6534)	559	94	(766)	0
融资活动现金流	**(967)**	**(3373)**	**144**	**(716)**	**50**
现金净变动	**2828**	**(1514)**	**4141**	**2625**	**4596**
货币资金的期初余额	5192	8020	6506	10647	13271
货币资金的期末余额	8020	6506	10647	13271	17867
企业自由现金流	0	4031	4102	4528	5190
权益自由现金流	0	2486	4261	3868	5363

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±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±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