

同程旅行 (00780.HK)

核心 OTA 稳健兑现，万达并表勾勒酒管第二曲线

多轮驱动，Q4 核心 OTA 收入同比+18%。公司 25Q4 收入 48.40 亿元（同比+14.2%，后文均为同比），其中核心 OTA 收入 40.62 亿元，同比+17.5%。全年收入 193.96 亿元（+11.9%）。

具体来看：1）Q4 住宿预定收入 13.10 亿元（+15%），延续亮眼增长趋势，全年住宿收入 54.51 亿元（+17%），年度间夜量创历史新高。**2）Q4 交通票务收入 18.36 亿元（+7%），**全年交通收入 79.25 亿元（+10%）。**3）Q4 其他业务收入 9.17 亿元（+53%），**全年该板块收入 31.0 亿元（+34%），四季度增长明显提速主要系 10 月中旬起并表万达酒管贡献增量显著，截至 12 月底，公司运营的酒店总数超 3000 家，另有 1800 家在筹备中，我们预计以万达为代表的酒管业务 26 年将逐步进入业绩释放期。此外度假业务 Q4 收入 7.78 亿元，同比下滑 0.3%，全年收入 29.25 亿元（-7%），主要系公司为降低运营风险战略性缩减买断业务规模，叠加东南亚及日本地区旅游需求疲弱，但 Q4 较前三季度降幅已大幅收窄。

盈利能力高位稳定，Q4 经调利润同比+18%。公司 Q4 毛利率 65.9%（同比+2.4pp），销售费率 32.5%（+2.2pp），管理费率 8.0%（持平）。OTA 经营利润率 28.4%（持平），对应 Q4 经调利润 7.80 亿，同比+18%。全年经调利润 34.03 亿元（+22%）。

深挖下沉市场用户需求，客群扩张+单客价值提升逻辑仍在兑现。公司 Q4 平均 MPU 约 4140 万，同比+1%；年付费用户 2.53 亿人（+6.0%），12 个月累计服务人次达 20.34 亿（+5.5%），对应客均年消费超 8 次。公司下沉市场基本盘稳固，截至 25 年底注册用户中超 87%来自非一线城市，全年微信渠道新付费用户中约 70%来自非一线城市。若仅以核心 OTA 板块中的“住宿+交通”两部分收入计算，Q4 单季度对应付费用户 ARPPU 为 76.0 元、同比增长 9%，自 Q2 以来增长连续环比提速。

投资建议：公司为下沉市场 OTA 龙头，有望把握核心客群消费升级红利。我们认为其增长驱动主要来自下沉市场需求释放及公司精细化运营，对应表现为客群体量层面和人均消费层面的“量价齐升”。此外并表万达补全高端酒管版图，有望为公司带来第二成长曲线。我们预计公司 2026-28 年收入为 220.3/249.7/277.3 亿元，归母净利为 31.6/37.9/44.7 亿元，同比+33%/20%/18%，经调整净利润为 39.4/46.8/54.6 亿元，同比+16%/19%/17%。经调利润口径当前对应 PE9.6/8.1/6.9X。维持“买入”评级。

风险提示：居民消费意愿不及预期，行业竞争加剧，并购整合不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万人民币）	17,341	19,396	22,031	24,968	27,732
增长率 yoy（%）	45.8	11.9	13.6	13.3	11.1
归母净利润（百万人民币）	1,974	2,371	3,160	3,792	4,468
增长率 yoy（%）	27.0	20.1	33.3	20.0	17.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.84	1.01	1.34	1.61	1.90
净资产收益率（%）	9.9	10.5	12.3	12.9	13.2
P/E（倍）	19.1	15.9	11.9	9.9	8.4
P/B（倍）	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1

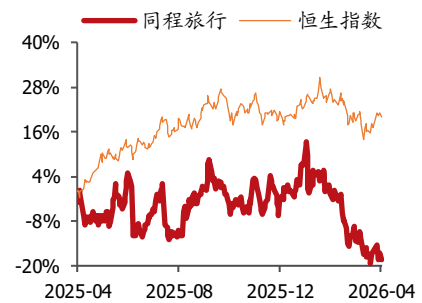
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 13 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	旅游及景区
前次评级	买入
04 月 13 日收盘价（港元）	18.27
总市值（百万港元）	43,012.61
总股本（百万股）	2,354.28
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	8.08

股价走势



作者

分析师	王长龙
执业证书编号：	S0680525070006
邮箱：	wangchanglong@gszq.com
分析师	李宏科
执业证书编号：	S0680525090002
邮箱：	lihongke@gszq.com
分析师	程子怡
执业证书编号：	S0680524080004
邮箱：	chengziyi@gszq.com
分析师	黄振星
执业证书编号：	S0680525080002
邮箱：	huangzhenxing@gszq.com

相关研究

- 《同程旅行 (00780.HK)：下沉市场 OTA 龙头，用户价值提升驱动增长》 2026-01-09

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	18241	20264	25280	31328	37818
现金	8020	6506	11015	15874	21246
应收票据及应收账款	1728	2263	2081	2358	2619
其他应收款	5450	5692	6609	7491	8320
预付账款	0	0	0	0	0
存货	7	12	6	7	7
其他流动资产	3036	5791	5569	5599	5626
非流动资产	19537	21681	21835	22024	22275
长期投资	2287	1582	1982	2382	2782
固定资产	3147	3380	3414	3445	3485
无形资产	11316	14308	13828	13387	12997
其他非流动资产	2787	2411	2611	2811	3011
资产总计	37777	41945	47115	53353	60093
流动负债	11597	14737	16756	19204	21473
短期借款	1359	3272	4772	5772	6772
应付票据及应付账款	4467	4522	5154	5693	6104
其他流动负债	5771	6943	6830	7740	8597
非流动负债	5218	3636	3636	3636	3636
长期借款	2794	828	828	828	828
其他非流动负债	2423	2807	2807	2807	2807
负债合计	16815	18372	20391	22840	25108
少数股东权益	961	1018	1050	1088	1134
股本	8	8	8	8	8
资本公积	20007	22547	25666	29416	33843
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	20001	22555	25674	29424	33851
负债和股东权益	37777	41945	47115	53353	60093

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2970	4311	4348	5256	5821
净利润	1974	2371	3160	3792	4468
折旧摊销	1083	0	1146	1111	1050
财务费用	231	344	274	349	409
投资损失	11	56	10	10	0
营运资金变动		0	12	260	150
其他经营现金流	359	1540	-256	-267	-256
投资活动现金流	-834	-4698	-1023	-1005	-999
资本支出	-415	0	-700	-700	-700
长期投资	-563	704	-400	-400	-400
其他投资现金流	144	-5402	77	95	101
筹资活动现金流	679	-1085	1226	651	591
短期借款	-1181	1912	1500	1000	1000
长期借款	2784	-1966	0	0	0
普通股增加	285	0	0	0	0
资本公积增加	2282	2540	3119	3750	4426
其他筹资现金流	-3491	-3571	-3393	-4100	-4836
现金净增加额	2828	-1514	4509	4860	5371

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17341	19396	22031	24968	27732
营业成本	6227	6538	7137	7882	8452
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	5621	6281	6984	7865	8736
管理费用	1206	1266	1487	1673	1844
研发费用	2001	2039	2534	2871	3189
财务费用	44	172	177	184	171
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	145	-134	267	285	301
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	56	10	10	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2286	3271	3890	4677	5511
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	2398	3021	3990	4788	5641
所得税	410	612	798	958	1128
净利润	1988	2409	3192	3830	4513
少数股东损益	14	38	32	38	45
归属母公司净利润	1974	2371	3160	3792	4468
EBITDA	3524	3193	5313	6083	6862
EPS (元/股)	0.84	1.01	1.34	1.61	1.90

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	45.8	11.9	13.6	13.3	11.1
营业利润(%)	31.3	43.1	18.9	20.2	17.8
归属母公司净利润(%)	27.0	20.1	33.3	20.0	17.8
获利能力					
毛利率(%)	64.1	66.3	67.6	68.4	69.5
净利率(%)	11.4	12.2	14.3	15.2	16.1
ROE(%)	9.9	10.5	12.3	12.9	13.2
ROIC(%)	8.1	9.2	10.3	10.7	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	44.5	43.8	43.3	42.8	41.8
净负债比率(%)	-18.4	-10.2	-20.3	-30.4	-39.0
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.6	1.3	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	11.8	9.7	10.1	11.2	11.1
应付账款周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.01	1.34	1.61	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.83	1.85	2.23	2.47
每股净资产(最新摊薄)	8.50	9.58	10.91	12.50	14.38
估值比率					
P/E	19.1	15.9	11.9	9.9	8.4
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.4	13.7	6.1	4.7	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 13 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com