

2026年05月22日

同程旅行 (780.HK)

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

1 季度业绩略超预期，预计全年利润增速快于收入

同程旅行1季度核心OTA收入/经营利润同比增17%/18%，略超我们及市场预期，经调整净利润同比增19%。4-5月机票燃油附加费上调短期或抑制出行需求，我们下调2026年全年收入及利润预测4%，短期业绩弹性取决于需求侧。

报告摘要

1 季度业绩略超预期：总收入50亿元，同比增14%，略超我们及市场预期2%，核心OTA收入同比增17%，其中住宿预订/交通票务同比增15%/6%，其他收入同比增60%，主要反映去年10月中旬起万达酒管并表影响；度假收入同比下降5%。经调整净利润同比增19%至9.4亿元，略超我们/市场预期4%/3%，经调整利润率同比微升至18.8%。看分部利润，核心OTA经营利润同比增18%至13亿元，经营利润率29.3%，同比持平；度假业务经营利润1,900万元。

主要经营亮点：1) 国内酒店预订：1季度酒店住宿间夜量增速快于ADR增速，三星及以上间夜量占比同比提升4个百分点，我们估算ADR同比中单位数增长，维持优于行业。2) 1季度出境业务占住宿+交通收入的6%，公司此前指引未来2-3年目标为提升至10-15%。2) ARPPU值：1季度MPU为4,640万，同比持平，环比增12%，APU同比增3%至2.54亿人。ARPPU值角度，单个APU对年度总收入/年度核心OTA收入贡献为79元/67元，同比增9%/13%，对比Q1国内旅游大盘人均单次旅游消费同比降3%。4) 多元渠道建设，独立App DAU同比增20%，对收入的贡献持续提升。

财务预测：我们预计1季度核心OTA收入同比增10%，其中住宿预订同比增9%，交通票务同比降1%，预计国内酒店预订间夜量增速仍快于ADR增速，ADR增速仍好于行业。预计度假业务短期扰动因素仍在，收入或有小幅下降。全年看，我们小幅下调2026年收入/利润预测4%/4%，预计核心OTA收入同比增11%，预计度假业务收入小幅下降，预计整体经调整净利润同比增12%，快于收入增速，利润率小幅提升至18%。

估值：考虑近期港股互联网平台板块估值回调，我们略微下调估值倍数，给予13.0x 2026年市盈率（对比此前14.0x），下调目标价至24.0港元（前值：27.0港元），维持**买入**评级。4-5月油价上涨带动机票燃油附加费两次大幅上调，短期对机票预订需求有抑制效应，并传导至住宿预订，交通预订收入增长承压。住宿预订的间夜量增速放缓，ADR仍有望受益于高星级酒店占比的持续提升。从配置角度，考虑公司的APU人均收入贡献仍在提升通道，长周期投资人可适当布局。短期业绩弹性取决于需求侧，重点关注油价对燃油附加费的潜在上调/下调的影响。

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；油价上涨。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万元)	17,341	19,396	21,066	23,285	25,474
同比增长(%)	45.8%	11.9%	8.6%	10.5%	9.4%
调整后净利润(百万元)	2,785	3,403	3,801	4,261	4,648
调整后净利润率(%)	16.1%	17.5%	18.0%	18.3%	18.2%
调整后每股盈利(元)	1.24	1.52	1.69	1.90	2.07
市盈率(倍)	16.6	13.6	12.2	10.9	10.0
市销率(倍)	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
净资产收益率(%)	9.4%	10.1%	10.7%	10.4%	8.9%

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

24.0 港元

股价 2026-05-21

15.68 港元

总市值(百万港元)	36,916
流通市值(百万港元)	19,810
总股本(百万股)	2,354
流通股本(百万股)	1,263
12个月低/高(港元)	15.6/25.4
平均成交(百万港元)	148.3

股东结构

腾讯(700.HK)	20.23%
携程(9961.HK/TCOM.US)	19.73%
其他	60.04%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-13.08	-25.06	-32.21
绝对收益	-16.77	-30.00	-25.01

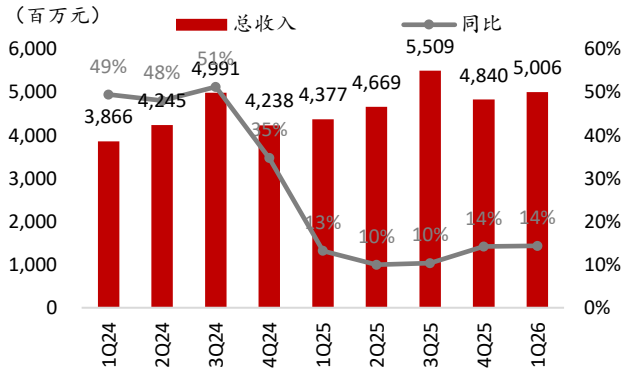
数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

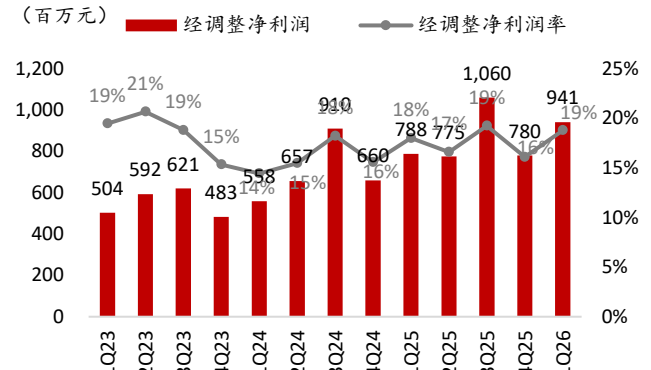
1Q26 业绩概览

图表 1: 1Q26 总收入同比增 14%



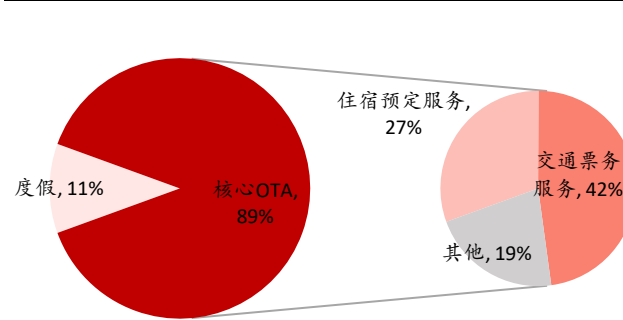
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 2: 1Q26 经调整净利润率为 19%



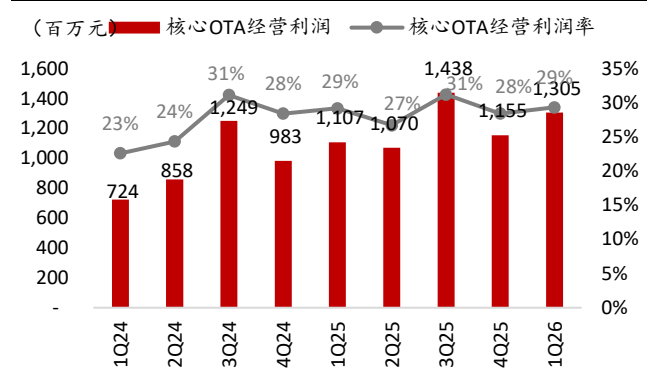
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 1Q26 核心 OTA 收入占比 89%



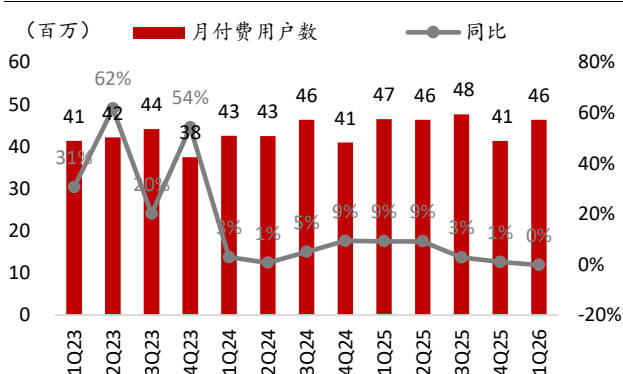
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 4: 1Q26 核心 OTA 经营利润率为 29%



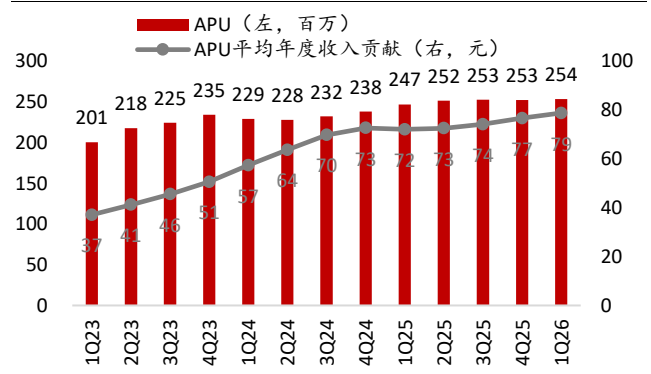
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 5: 1Q26 MPU 同比持平



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 6: APU 同比增 3%至 2.54 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	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	4,669	5,509	4,840	5,006	5,032	19,396	21,066	23,285	25,474
同比	10%	10%	14%	14%	8%	12%	9%	11%	9%
核心OTA业务	4,008	4,609	4,062	4,450	4,403	16,471	18,270	20,378	22,415
同比	14%	15%	18%	17%	10%	16%	11%	12%	10%
住宿预定服务	1,371	1,579	1,310	1,364	1,498	5,451	6,002	6,469	7,035
同比	15%	15%	15%	15%	9%	17%	10%	8%	9%
交通票务服务	1,881	2,209	1,836	2,124	1,855	7,925	7,924	8,580	9,254
同比	8%	9%	7%	6%	-1%	10%	0%	8%	8%
其他	755	821	917	961	1,050	3,095	4,344	5,328	6,127
度假	662	900	778	556	629	2,924	2,795	2,907	3,058
销售成本	-1,633	-1,887	-1,653	-1,510	-1,715	-6,538	-6,926	-7,597	-8,248
毛利	3,036	3,622	3,187	3,496	3,318	12,858	14,139	15,687	17,226
毛利率	65.0%	65.7%	65.9%	69.8%	65.9%	66.3%	67.1%	67.4%	67.6%
服务开发开支	-505	-515	-525	-524	-519	-2,039	-2,112	-2,288	-2,452
同比	2%	2%	2%	6%	3%	2%	4%	8%	7%
销售及营销开支	-1,538	-1,715	-1,574	-1,691	-1,657	-6,281	-6,852	-7,527	-8,183
同比	2%	17%	23%	16%	8%	12%	9%	10%	9%
行政开支	-278	-291	-389	-327	-291	-1,266	-1,277	-1,365	-1,443
同比	2%	-11%	14%	6%	5%	5%	1%	7%	6%
经营利润	809	1,163	348	993	916	3,137	4,058	4,691	5,320
OPM	17.3%	21.1%	7.2%	19.8%	18.2%	16.2%	19.3%	20.1%	20.9%
核心OTA	1,070	1,438	1,155	1,305	1,292	4,770	5,291	5,943	6,583
OPM	26.7%	31.2%	28.4%	29.3%	29.3%	29.0%	29.0%	29.2%	29.4%
度假业务	4	12	-428	19	21	-385	91	87	107
OPM	0.7%	1.4%	-55.0%	3.4%	3.3%	-13.2%	3.2%	3.0%	3.5%
净利润	642	985	103	784	722	2,409	3,185	3,745	3,872
净利润率	13.8%	17.9%	2.1%	15.7%	14.3%	12.4%	15.1%	16.1%	15.2%
调整后净利润	775	1,060	780	941	852	3,403	3,801	4,261	4,648
调整后净利润率	16.6%	19.2%	16.1%	18.8%	16.9%	17.5%	18.0%	18.3%	18.2%

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,341	19,396	21,066	23,285	25,474	贸易应收款项	1,728	2,263	2,278	2,617	2,809
营业成本	-6,227	-6,538	-6,926	-7,597	-8,248	按公允价值计量且其变动计入损益的短期投资	2,733	3,445	3,445	3,445	3,445
毛利润	11,113	12,858	14,139	15,687	17,226	预付款项及其他应收款项	5,450	5,692	6,182	6,834	7,476
销售费用	-5,621	-6,281	-6,852	-7,527	-8,183	按摊销成本计量的短期投资	161	1,904	2,068	2,286	2,501
研发费用	-2,001	-2,039	-2,112	-2,288	-2,452	受限制现金	136	442	480	531	581
管理费用	-1,206	-1,266	-1,277	-1,365	-1,443	总资产	8,020	6,506	11,448	17,034	23,302
金融资产减值亏损	18	-17	0	-8	-4	流动资产合计	18,241	20,253	25,901	32,747	40,114
其他收益	104	105	70	71	72	递延税项资产	3,147	3,380	3,671	4,058	4,440
营业利润	2,423	3,137	4,058	4,691	5,320	无形资产	10,814	12,857	13,024	13,193	13,364
财务成本净额	-36	-172	-177	-175	-176	采用权益法入账的投资	1,682	1,774	1,810	1,846	1,883
税前利润	2,398	3,021	3,891	4,526	4,002	计入损益的投资	957	656	670	683	697
所得税	-410	-612	-706	-781	-854	其他非流动资产	2,936	3,004	3,242	3,558	3,869
税后利润	1,988	2,409	3,185	3,745	3,872	非流动资产合计	19,537	21,672	22,417	23,338	24,253
少数股东权益	14	38	29	5	5	总资产合计	37,777	41,924	48,318	56,084	64,367
归母净利润	1,974	2,371	3,156	3,740	3,867	交易用户预付款项	4,467	4,522	4,790	5,254	5,704
经调整净利润	2,785	3,403	3,801	4,261	4,648	其他应付款项及应计费用	5,154	6,027	6,384	7,003	7,603
						递延收入	1,359	3,272	3,222	3,172	3,122
						其他流动负债	617	916	926	935	944
						流动负债合计	11,597	14,737	15,321	16,364	17,373
						借款	2,794	828	738	648	558
						其他应付款项	948	372	404	447	489
						递延所得税负债	767	1,055	1,146	1,267	1,386
						其他非流动性负债	708	1,380	1,210	1,241	1,273
						非流动负债合计	5,218	3,636	3,499	3,603	3,706
						负债合计	16,815	18,372	18,820	19,967	21,079
						股本	8	8	8	8	8
						股本溢价	20,762	21,405	21,683	21,965	22,251
						储备及其他资本项目	193	2,160	7,807	14,144	21,029
						所有者权益合计	20,962	23,573	29,498	36,117	43,288
						负债及权益合计	37,777	41,945	48,318	56,084	64,367
						现金流量简表					
						(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
						税前利润	2,398	3,021	3,891	4,526	4,002
						财务费用	-231	-344	-294	-319	-307
						折旧及摊销	1,220	1,267	1,313	1,359	1,401
						所得税	-435	-278	-360	-453	584
						营运资金变动	-688	-301	122	95	218
						经营活动现金流	2,970	4,311	5,124	5,651	6,341
						投资活动现金流	-834	-4,698	496	607	603
						融资活动现金流	679	-1,085	-678	-672	-675
						期初现金	5,192	8,020	6,506	11,448	17,034
						期末现金	8,020	6,506	11,448	17,034	23,302

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