

同程旅行 (00780.HK)

强烈推荐 (维持)

营业收入符合指引，全年业绩释放确定性强

5月23日，同程旅行发布25Q1业绩，报告期内公司实现营收43.8亿元，同比增长13.2%；实现经调整EBITDA/经调整净利润为11.6/7.9亿元，同比增长41.3%/41.1%，收入符合指引预期，经营业绩略超市场预期。2025Q1国内出行需求仍保持较高的景气度，得益于佣金率提升及休闲旅游需求持续释放，公司Q1收入稳步增长，国际业务延续高增长趋势。随着OTA渗透率持续提升+格局优化下佣金率改善延续，公司收入端有望延续高增趋势，叠加国际业务减亏&规模效益带来的OPM改善，全年业绩具备较强确定性，维持“强烈推荐”评级。

- 交通、住宿及其他业务收入稳步增长，经营业绩超市场预期。25Q1公司实现营收43.8亿元/+13.2%；经调整EBITDA/经调整净利润为11.6/7.9亿元，同比增长41.3%/41.1%，收入符合指引预期，经营业绩略超市场预期。分业务来看，25Q1公司住宿预订/交通票务/度假业务/其他业务分别实现收入11.9/20.0/5.9/6.0亿元，同比+23.3%/+15.2%/-11.8%/+20.0%，度假业务收入下降系受东南亚地区安全问题影响。
- 用户拓展稳中向好，月付费用户同比增长9.6%。25Q1公司平均月付费用户为4650万人/+9.2%，年付费用户为2.5亿人/+7.8%，25Q1公司在微信平台上超68%的新付费用户来自非一线城市。公司过去12个月累计服务的旅客人次为19.6亿人次/+7.3%。得益于国际化扩张策略的有效执行及用户补贴效率的优化，公司25Q1国际机票销售量/国际酒店间夜量同比增长超40%/50%。
- 降本增效成果显著，国际业务减亏助力盈利能力持续改善。25Q1公司毛利率为68.8%/+3.8pct，25Q1公司管理/研发/销售费用率分别为7.0%/11.3%/33.2%，同比变动+0.2pct/-1.3pct/-2.2pct，经调整净利润率为18.0%/+3.6pct，盈利能力略好于预期，主要系公司持续推进降本增效&国际费用投放管控得当带来的期间费用率改善。
- 投资建议：2025Q1国内出行需求仍保持较高的景气度，得益于佣金率提升及休闲旅游需求持续释放，公司Q1收入稳步增长，国际业务延续高增长趋势。随着OTA渗透率持续提升+格局优化下佣金率改善延续，公司收入端有望延续高增趋势，叠加国际业务减亏&规模效益带来的OPM改善，全年业绩具备较强确定性，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：经济消费下滑风险；出行政策变化风险；疫情反复风险。

消费品/商业  
当前股价：20.5 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2334
香港股 (百万股)	2334
总市值 (十亿港元)	47.8
香港股市值 (十亿港元)	47.8
每股净资产 (港元)	8.7
ROE (TTM)	9.7
资产负债率	44.2%
主要股东	Trip.com Group Limited
主要股东持股比例	24.0711%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	14	12
相对表现	-9	-9	-13



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《同程旅行 (00780) — 国际减亏&费用优化提速业绩释放，看好后续估值修复》2025-03-21
- 《同程旅行 (00780) — Q3 业绩超市场预期，成本管控效果突出》2024-11-21
- 《同程旅行 (0780) — Q2 业绩符合预期，利润率优化助力全年业绩释放》2024-08-22

丁浙川 S1090519070002  
dingzhechuan@cmschina.com.cn  
李秀敏 S1090520070003  
lixiumin1@cmschina.com.cn  
潘威全 S1090524070002  
panweiqian@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	11904	17341	19333	21875	24438
同比增长	81%	46%	11%	13%	12%
归母净利润(百万元)	1554	1974	2627	3048	3552
同比增长	-1164%	27%	33%	16%	17%
Non-GAAP 归母净利	2199	2785	3351	3820	4372
同比增长	240%	27%	20%	14%	14%
经调整每股收益 (元)	0.97	1.73	1.44	1.64	1.88
PE (Non-GAAP)	19.5	15.8	13.1	11.5	10.0
PB	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14900	18241	22312	27034	32064
现金及现金等价物	5192	8020	11251	14899	18847
交易性金融资产	25	6	6	6	6
其他短期投资	3948	2894	2894	2894	2894
应收账款及票据	1218	1728	1926	2179	2435
其它应收款	4370	5450	6076	6875	7681
存货	1	7	7	8	9
其他流动资产	145	136	152	172	192
<b>非流动资产</b>	16817	19537	19179	18937	18772
长期投资	3153	3969	3969	3969	3969
固定资产	2495	3147	2789	2547	2383
无形资产	10170	11723	11723	11723	11723
其他	999	698	698	698	698
<b>资产总计</b>	<b>31717</b>	<b>37777</b>	<b>41491</b>	<b>45970</b>	<b>50836</b>
<b>流动负债</b>	11887	11597	12715	14180	15535
应付账款	4131	4467	4933	5551	6119
应交税金	125	168	168	168	168
短期借款	2540	1359	1427	1499	1574
其他	5091	5603	6186	6962	7674
<b>长期负债</b>	1283	5218	5218	5218	5218
长期借款	11	2794	2794	2794	2794
其他	1272	2423	2423	2423	2423
<b>负债合计</b>	<b>13170</b>	<b>16815</b>	<b>17932</b>	<b>19398</b>	<b>20753</b>
股本	8	8	8	8	8
储备	15724	17695	19994	22574	25570
少数股东权益	844	961	977	995	1015
归属于母公司所有者权益	17703	20001	22582	25578	29068
<b>负债及权益合计</b>	<b>31717</b>	<b>37777</b>	<b>41491</b>	<b>45970</b>	<b>50836</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4003	2970	3931	4357	4667
净利润	1554	1974	2627	3048	3552
折旧与摊销	911	1083	1139	1024	946
营运资本变动	911	(688)	208	321	198
其他非现金调整	628	601	(44)	(36)	(29)
<b>投资活动现金流</b>	(1762)	(834)	(465)	(436)	(407)
资本性支出	(974)	(415)	(800)	(800)	(800)
出售资产获得的现金	4	18	18	18	18
投资增减	7906	15809	0	0	0
其它	(1341)	(627)	317	346	374
<b>筹资活动现金流</b>	(592)	679	(236)	(272)	(311)
债务增减	(73)	1415	68	71	75
股本增减	57	285	0	0	0
股利支付	0	312	47	53	61
其它筹资	(576)	(710)	(257)	(291)	(325)
其它调整	0	(623)	(93)	(105)	(122)
<b>现金净增加额</b>	1645	2828	3230	3648	3948

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	11904	17341	19333	21875	24438
主营收入	11896	17341	19333	21875	24438
营业成本	3158	6227	6876	7738	8530
<b>毛利</b>	8738	11113	12457	14136	15908
营业支出	7005	8828	9265	10372	11507
<b>营业利润</b>	1741	2286	3192	3765	4401
利息支出	157	231	257	291	325
利息收入	173	195	217	246	274
权益性投资损益	(33)	11	100	100	100
其他非经营性损益	85	111	0	0	0
非经常项目损益	45	27	12	13	15
<b>除税前利润</b>	1854	2398	3263	3832	4465
所得税	288	410	620	766	893
少数股东损益	11	14	16	18	20
<b>归属普通股股东净利润</b>	1554	1974	2627	3048	3552
<b>EPS (元)</b>	0.68	1.22	1.13	1.31	1.53

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	81%	46%	11%	13%	12%
营业利润	-1193%	31%	40%	18%	17%
净利润	-1164%	27%	33%	16%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	73.4%	64.1%	64.4%	64.6%	65.1%
净利率	13.1%	11.4%	13.6%	13.9%	14.5%
ROE	8.8%	9.9%	11.6%	11.9%	12.2%
ROIC	7.9%	8.6%	10.5%	11.0%	11.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.5%	44.5%	43.2%	42.2%	40.8%
净负债比率	8.0%	11.0%	10.2%	9.3%	8.6%
流动比率	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	6335.1	1629.3	983.2	992.1	982.4
应收帐款周转率	2.6	2.7	2.5	2.6	2.5
应付帐款周转率	0.9	1.4	1.5	1.5	1.5
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.68	1.22	1.13	1.31	1.53
每股经营现金	1.76	1.28	1.69	1.87	2.01
每股净资产	7.78	8.59	9.70	10.99	12.49
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03
<b>估值比率</b>					
PE	27.6	22.2	16.7	14.4	12.4
PB	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.4	12.1	9.6	8.7	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。