

00780.HK

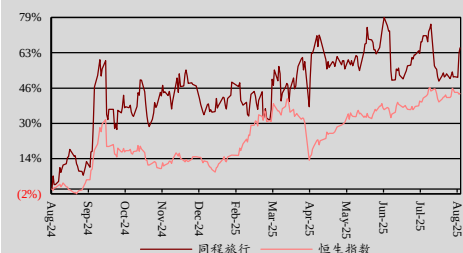
买入

原评级：买入

市场价格：港币 21.42

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.7	(3.3)	1.5	63.3
相对恒生指数	(7.5)	(4.7)	(4.8)	19.5

发行股数 (百万)	2,341.92
流通股 (百万)	2,341.92
总市值 (港币 百万)	50,163.85
3 个月日均交易额 (港币 百万)	302.40
主要股东持股比例	
Trip.com Group Limited	24.07%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 8 月 20 日收市价为标准

相关研究报告

《同程旅行》20250708

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：旅游及景区

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524080001

同程旅行

核心 OTA 业务稳健增长，盈利能力持续改善

公司发布 25Q2 业绩。25Q2 公司实现营收 46.69 亿元，同比+10.0%。实现经调整净利润 7.75 亿元，同比+18.0%。Q2 公司业绩实现稳健增长，中长期竞争优势显著，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **核心 OTA 业务稳健增长，酒管业务表现出色。**25Q2 公司实现营收 46.69 亿元，同比+10.0%；经调整 EBITDA 11.85 亿元，同比+29.7%；经调整净利润 7.75 亿元，同比+18.0%。核心 OTA 业务的收入为 40.1 亿元，同比+13.7%。分业务来看，25Q2 公司的住宿业务/交通票务/度假业务/其他业务分别实现营收 13.7/18.8/6.6/7.6 亿元，同比+15.2%/+7.9%/-8.0%/+27.5%。交通业务中，Q2 国际机票业务量创历史新高，同比增近 30%；其他业务实现快速增长，主要得益于酒管业务的出色表现，截至 Q2 末，集团酒店管理平台旗下运营酒店超 2700 家，另有 1500 家酒店处于筹备中；度假业务主要由于东南亚跟团游恢复阶段性受阻。
- **降本增效成果显著，利润率持续改善。**25Q2 公司的毛利率为 65.0%，同比+0.4pct，成本费用逐步优化，25Q2 公司的管理/研发/销售费用率分别为 4.8%/10.5%/32.8%，同比分别-0.1pct/-0.5pct/-2.3pct；OTA 经营利润率为 26.7%，同比+2.4pct；经调整净利润率为 16.6%，同比+1.1pct。
- **注重流量运营，用户基数及用户价值持续增长。**25Q2 公司平均月付费用户为 4650 万人，同比+9.2%，年付费用户为 2.5 亿人，同比+10.2%。公司过去 12 个月累计的服务人次为 19.9 亿人次，同比+7.2%。微信生态仍然为公司的主要流量来源，公司愈发注重平台内的运营效率；此外针对年轻用户推出系列娱乐性营销互动，加强品牌吸引力。

估值

- Q2 公司业绩实现稳健增长，国内出行市场持续高景气，跨境游维持高增长，全年业绩确定性较强。中长期来看，公司坐享下沉市场行业红利，积极开拓业务，有望推动公司业绩增长。我们预计 25-27 年公司归母净利润为 27.07/33.69/40.82 亿元，对应 P/E 分别为 17.0/13.7/11.3 倍；经调整净利润 33.12/39.79/47.97 亿元，对应经调整 P/E 分别为 13.9/11.5/9.6 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧、上游供应商挤压利润、大股东流量及库存依赖度较高。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	11,896	17,341	19,624	22,069	24,534
增长率(%)	80.7	45.8	13.2	12.5	11.2
EBITDA(人民币 百万)	2,652	3,368	4,424	5,021	5,725
归母净利润(人民币 百万)	1,554	1,974	2,707	3,369	4,082
增长率(%)	1,164.4	27.0	37.1	24.5	21.2
最新股本每股收益(人民币)	0.66	0.84	1.16	1.44	1.74
经调整归母净利 (人民币 百万)	2,199	2,785	3,312	3,979	4,797
增长率(%)		26.7	18.9	20.1	20.6
市盈率(倍)	20.0	19.9	17.0	13.7	11.3
市净率(倍)	1.8	2.0	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA(倍)	10.3	10.4	8.8	6.9	5.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,904	17,341	19,624	22,069	24,534
营业收入	11,896	17,341	19,624	22,069	24,534
营业成本	3,158	6,227	6,711	7,503	8,268
毛利	8,738	11,113	12,912	14,565	16,266
研发费用	1,821	2,001	2,159	2,428	2,453
销售费用	4,473	5,621	6,280	6,841	7,605
管理费用	711	1,206	1,374	1,545	1,693
财务费用	(16)	44	11	(84)	(167)
其他费用	0	0	0	0	0
其他收益	130	145	145	145	145
投资收益	(33)	11	10	10	10
利润总额	1,854	2,398	3,245	3,991	4,837
所得税	288	410	519	599	726
净利润	1,566	1,988	2,726	3,393	4,111
少数股东损益	11	14	19	24	29
归母净利润	1,554	1,974	2,707	3,369	4,082
经调整净利润	2,199	2,785	3,312	3,979	4,797
EBITDA	1,365	709	2,652	3,368	4,424

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,900	18,241	20,722	26,128	30,811
货币资金	5,192	8,020	10,224	14,687	18,537
应收账款及票据	5,588	7,178	7,335	8,079	8,746
存货	1	7	7	7	7
其他流动资产	4,118	3,036	3,157	3,354	3,522
非流动资产	16,817	19,537	19,013	18,344	17,732
固定资产	2,495	3,147	3,117	3,091	3,066
权益性投资	1,430	1,682	1,682	1,682	1,682
无形资产	9,580	10,814	10,429	9,883	9,380
长期投资	1,723	2,287	2,287	2,287	2,287
其他非流动资产	1,588	1,607	1,498	1,402	1,317
资产合计	31,717	37,777	39,735	44,471	48,544
流动负债	11,887	11,597	11,623	12,967	12,928
短期借款	2,540	1,359	1,000	1,000	1,000
应付账款及票据	4,131	4,467	4,481	5,523	5,500
其他流动负债	5,216	5,771	6,142	6,444	6,428
非流动负债	1,283	5,218	4,423	4,423	4,423
长期借款	11	2,794	2,000	2,000	2,000
其他非流动负债	1,272	2,423	2,423	2,423	2,423
负债合计	13,170	16,815	16,047	17,391	17,352
少数股东权益	844	961	980	1,004	1,032
归属母公司股东权益	17,703	20,001	22,708	26,077	30,160
负债和股东权益合计	31,717	37,777	39,735	44,471	48,544

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1,554	1,974	2,707	3,369	4,082
折旧摊销	911	1,083	1,324	1,269	1,211
营运资金变动	911	(688)	207	602	(723)
其他	628	601	57	33	38
经营活动现金流	4,003	2,970	4,295	5,273	4,609
资本支出	(974)	(415)	(800)	(600)	(600)
投资变动	549	190	(100)	(200)	(150)
其他	(1,337)	(609)	145	145	145
投资活动现金流	(1,762)	(834)	(745)	(645)	(595)
银行借款	(73)	1,415	(1,154)	0	0
股权融资	57	285	0	0	0
其他	(576)	(1,022)	(193)	(165)	(165)
筹资活动现金流	(592)	679	(1,347)	(165)	(165)
净现金流	1,649	2,814	2,204	4,464	3,850

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	80.7	45.8	13.2	12.5	11.2
归母净利润增长率(%)	1,164.4	27.0	37.1	24.5	21.2
EBIT 增长(%)	1,429.3	31.3	35.6	21.0	20.3
EBITDA 增长(%)	273.9	27.0	31.4	13.5	14.0
获利能力					
息税前利润率(%)	14.6	13.2	15.8	17.0	18.4
毛利率(%)	73.5	64.1	65.8	66.0	66.3
归母净利润率(%)	13.1	11.4	13.8	15.3	16.6
ROE(%)	8.8	9.9	11.9	12.9	13.5
ROIC(%)	3.7	(1.0)	7.0	7.5	9.8
偿债能力					
资产负债率	29.1	36.1	41.5	44.5	40.4
净负债权益比	(12.7)	(7.8)	(14.2)	(18.4)	(30.5)
流动比率	1.6	1.7	1.3	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.2	1.4
应收账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.9	2.9
应付账款周转率	0.9	1.4	1.5	1.5	1.5
费用率					
销售费用率(%)	37.6	32.4	32.0	31.0	31.0
管理费用率(%)	6.0	7.0	7.0	7.0	6.9
研发费用率(%)	15.3	11.5	11.0	11.0	10.0
财务费用率(%)	(0.1)	0.3	0.1	(0.4)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新)	0.7	0.8	1.2	1.4	1.7
每股经营现金流(最新)	1.7	1.3	1.8	2.3	2.0
每股净资产(最新)	7.6	8.5	9.7	11.1	12.9
估值比率					
P/E(最新)	20.0	19.9	17.0	13.7	11.3
P/B(最新)	1.8	2.0	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.3	10.4	8.8	6.9	5.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371