

## 营销投放提升，巩固国际业务增长

2025 年 02 月 25 日

## 核心观点

- 事件：**2024 年全年公司实现营收 533 亿元/同比+19.5%，归母净利 171 亿元/同比+72.1%，经调净利润 180 亿元/同比+89.6%。其中，4Q24 公司实现营收 127 亿元/同比+23.4%，归母净利 22 亿元/同比+66.3%，经调净利润 30 亿元/同比+13.6%
- 国际业务增长叠加去年同期低基数，4Q24 机酒业务增速环比提升。**4Q24 公司实现营收 127 亿元/同比+23%/环比-20%，环比降幅主要受季节性影响。分板块来看：1) 住宿预订服务营收 52 亿元/同比+33%；2) 交通票务服务营收 48 亿元/同比+16%；3) 旅游度假服务营收 9 亿元/同比+24%；4) 商旅管理业务营收 7 亿元/同比+11%。机酒业务增速较 3Q24 有显著提升，增速分别环比+11.1pct/11pct, 主要得益于国际业务的高速增长叠加去年 4Q 基数较低。
- 出境游业务持续领先市场，国际平台营收占比日渐提升。**自 2H24 起，公司出境游机酒恢复程度稳超 2019 年疫情前同期 120%的水平，领先市场国际航班恢复程度约 40%。国际业务方面，国际 OTA 平台营收全年增速维持在 70% 左右，Q1-Q4 分别同比+80%/+70%/+60%/+70%，且在公司总营收中的占比从 1Q24 的 10%提升至 4Q24 的 14%，对营收规模增长的助力作用显著增强。另外，在免签政策带来的流量加持下，公司 2024 年入境游订单量同比+100%，免签国家入境游订单同比+150%。
- 全年盈利情况改善明显，营销投入加大影响 Q4 利润率。**4Q24 公司毛利率为 79%/同比-1.2pct/环比-3.1pct。费用方面，4Q24 产品研发费用/销售及营销费用/一般行政费用分别为 34 亿元/34 亿元/10 亿元，占营收比重的 27%/26%/8%，同比-1.6pct/+3.9pct/-0.3pct，由于公司加大了对国际业务板块的营销投入，营销费用率大幅提升，但 AI 旅行助手的持续开发和应用有望助力公司提升运营效率并抵消部分新增成本。营销投入影响下 4Q24 公司经调净利率为 24%/同比-2.1pct，但全年经调净利为 34%/同比+12.5pct，为近年来最高水平，反映出国际业务板块较优的盈利能力和回报率。
- 投资建议：**短期利润率下滑主要是受 Q4 海外营销费用投放力度增加影响，但长期看，国际业务成长空间大，并且成熟期盈利能好于国内，另外 AI 技术的应用也可推动降本增效，利润率未来存在筑底回升可能。我们预计 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润 191 亿/217 亿/254 亿元，当前股价对应调整后 PE 为 15X/14X/12X，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行风险；新业务拓展不及预期风险；汇率波动风险。

主要财务指标预测(单位：百万元)

|              | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 53294  | 62721  | 72044  | 81170  |
| 收入增长率        | 20%    | 18%    | 15%    | 13%    |
| Non-GAAP 净利润 | 18,041 | 19,123 | 21,679 | 25,352 |
| 利润增速%        | 89.55% | 6.00%  | 13.37% | 16.94% |
| 调整后摊薄 EPS(元) | 26.39  | 27.98  | 31.72  | 37.09  |
| 调整后 PE       | 16.33  | 15.41  | 13.59  | 11.62  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 携程集团-S (9961.HK)

推荐 维持评级

## 分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

## 市场数据

2025-02-25

|                  |       |
|------------------|-------|
| 股票代码             | 9961  |
| H 股收盘价(元, 港币)    | 462   |
| 恒生指数             | 23034 |
| 总股本(亿股)          | 6.84  |
| 实际流通股(亿股)        | 6.84  |
| 流通 H 股市值(亿元, 港币) | 3158  |

## 相对指数表现图

2025-02-25



资料来源：wind，中国银河证券研究院

## 相关研究

1. 【银河社服】中企出海系列：中资 OTA 平台国际化起航，逐鹿东南亚

## 附录：

表1：1Q25 营收预测

| 名称      | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23   | 4Q23    | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24    | 1Q25   |
|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 住宿预订    | 3,480   | 4,285   | 5,589  | 3,903   | 4,496  | 5,136  | 6,802  | 5,178   | 5395   |
| yoy     | 140.0%  | 215.8%  | 92.5%  | 131.1%  | 29.2%  | 19.9%  | 21.7%  | 32.7%   | 20.0%  |
| qoq     | 106.0%  | 23.1%   | 30.4%  | -30.2%  | 15.2%  | 14.2%  | 32.4%  | -23.9%  | 4.2%   |
| 营收占比    | 37.8%   | 38.1%   | 40.7%  | 37.8%   | 37.8%  | 40.2%  | 42.9%  | 40.6%   | 38.6%  |
| 交通票务    | 4,156   | 4,814   | 5,367  | 4,106   | 5,000  | 4,871  | 5,650  | 4,780   | 5600   |
| yoy     | 149.9%  | 173.1%  | 104.6% | 86.3%   | 20.3%  | 1.2%   | 5.3%   | 16.4%   | 12.0%  |
| qoq     | 88.6%   | 15.8%   | 11.5%  | -23.5%  | 21.8%  | -2.6%  | 16.0%  | -15.4%  | 17.2%  |
| 营收占比    | 45.2%   | 42.8%   | 39.1%  | 39.8%   | 42.0%  | 38.1%  | 35.6%  | 37.5%   | 40.1%  |
| 旅游度假    | 386     | 722     | 1,328  | 704     | 883    | 1,025  | 1,558  | 870     | 1060   |
| yoy     | 211.3%  | 491.8%  | 243.2% | 329.3%  | 128.8% | 42.0%  | 17.3%  | 23.6%   | 20.0%  |
| qoq     | 135.4%  | 87.0%   | 83.9%  | -47.0%  | 25.4%  | 16.1%  | 52.0%  | -44.2%  | 21.8%  |
| 营收占比    | 4.2%    | 6.4%    | 9.7%   | 6.8%    | 7.4%   | 8.0%   | 9.8%   | 6.8%    | 7.6%   |
| 商旅管理    | 445     | 584     | 591    | 634     | 511    | 633    | 656    | 702     | 562    |
| yoy     | 100.5%  | 178.1%  | 59.7%  | 128.9%  | 14.8%  | 8.4%   | 11.0%  | 10.7%   | 10.0%  |
| qoq     | 60.6%   | 31.2%   | 1.2%   | 7.3%    | -19.4% | 23.9%  | 3.6%   | 7.0%    | -19.9% |
| 营收占比    | 4.8%    | 5.2%    | 4.3%   | 6.1%    | 4.3%   | 5.0%   | 4.1%   | 5.5%    | 4.0%   |
| 其他      | 744     | 857     | 876    | 991     | 1,031  | 1,123  | 1,234  | 1,238   | 1380   |
| yoy     | 14.1%   | 52.0%   | 42.9%  | 42.2%   | 38.6%  | 31.0%  | 40.9%  | 24.9%   | 33.9%  |
| qoq     | 6.7%    | 15.2%   | 2.2%   | 13.1%   | 4.0%   | 8.9%   | 9.9%   | 0.3%    | 11.5%  |
| 营收占比    | 8.1%    | 7.6%    | 6.4%   | 9.6%    | 8.7%   | 8.8%   | 7.8%   | 9.7%    | 9.9%   |
| 营业收入总额  | 9,211   | 11,262  | 13,751 | 10,338  | 11,921 | 12,788 | 15,900 | 12,768  | 13,997 |
| 营业税金及附加 | -13     | -15     | -11    | -13     | -16    | -16    | -27    | -24     | -19    |
| 营业收入    | 9,198   | 11,247  | 13,740 | 10,325  | 11,905 | 12,772 | 15,873 | 12,744  | 13,978 |
| yoy     | 123.85% | 180.40% | 99.36% | 105.39% | 29.43% | 13.56% | 15.52% | 23.43%  | 17.41% |
| qoq     | 82.97%  | 22.28%  | 22.17% | -24.85% | 15.30% | 7.28%  | 24.28% | -19.71% | 9.68%  |

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表     | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产      | 112,120 | 167,968 | 230,032 | 294,126 |
| 现金        | 51,093  | 95,594  | 145,597 | 197,942 |
| 应收账款及票据   | 12,459  | 15,135  | 17,204  | 19,451  |
| 存货        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他        | 48,568  | 57,239  | 67,232  | 76,733  |
| 非流动资产     | 130,461 | 95,747  | 55,674  | 17,428  |
| 固定资产      | 5,053   | 5,002   | 4,952   | 4,903   |
| 无形资产      | 74,506  | 73,016  | 71,556  | 70,124  |
| 其他        | 50,902  | 17,729  | -20,834 | -57,600 |
| 资产总计      | 242,581 | 263,715 | 285,707 | 311,554 |
| 流动负债      | 74,010  | 77,727  | 79,722  | 81,865  |
| 短期借款      | 19,433  | 12,878  | 6,367   | -159    |
| 应付账款及票据   | 16,578  | 20,899  | 22,578  | 24,925  |
| 其他        | 37,999  | 43,950  | 50,777  | 57,099  |
| 非流动负债     | 25,089  | 25,089  | 25,089  | 25,089  |
| 长期债务      | 20,134  | 20,134  | 20,134  | 20,134  |
| 其他        | 4,955   | 4,955   | 4,955   | 4,955   |
| 负债合计      | 99,099  | 102,816 | 104,811 | 106,954 |
| 普通股股本     | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 储备        | 142,550 | 159,807 | 179,619 | 203,105 |
| 归属母公司股东权益 | 142,550 | 159,807 | 179,619 | 203,105 |
| 少数股东权益    | 932     | 1,092   | 1,276   | 1,495   |
| 股东权益合计    | 143,482 | 160,899 | 180,896 | 204,600 |
| 负债和股东权益   | 242,581 | 263,715 | 285,707 | 311,554 |

| 现金流量表     | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流   | 19,693 | 18,901 | 22,535 | 25,560 |
| 净利润       | 17,067 | 17,081 | 19,637 | 23,310 |
| 少数股东权益    | 160    | 160    | 184    | 219    |
| 折旧摊销      | 851    | 1,541  | 1,510  | 1,481  |
| 营运资金变动及其他 | 1,615  | 120    | 1,203  | 550    |
| 投资活动现金流   | -9,332 | 33,330 | 34,893 | 33,965 |
| 资本支出      | -552   | 0      | 0      | 0      |
| 其他投资      | -8,780 | 33,330 | 34,893 | 33,965 |
| 筹资活动现金流   | -5,389 | -7,906 | -7,601 | -7,355 |
| 借款增加      | -3,923 | -6,555 | -6,511 | -6,526 |
| 普通股增加     | -520   | 0      | 0      | 0      |
| 已付股利      | 0      | -1,351 | -1,090 | -829   |
| 其他        | -947   | 0      | 0      | 0      |
| 现金净增加额    | 7,110  | 44,501 | 50,003 | 52,345 |

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

| 利润表          | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 53,294 | 62,721 | 72,044 | 81,170 |
| 其他收入         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业成本         | 9,990  | 11,729 | 12,968 | 14,205 |
| 销售费用         | 11,902 | 15,333 | 16,570 | 17,857 |
| 管理费用         | 4,086  | 4,849  | 5,403  | 5,885  |
| 研发费用         | 13,139 | 15,343 | 17,651 | 19,481 |
| 财务费用         | -606   | -182   | -1,013 | -918   |
| 除税前溢利        | 19,831 | 20,359 | 23,406 | 27,784 |
| 所得税          | 2,604  | 3,118  | 3,585  | 4,255  |
| 净利润          | 17,227 | 17,241 | 19,822 | 23,529 |
| 少数股东损益       | 160    | 160    | 184    | 219    |
| 归属母公司净利润     | 17,067 | 17,081 | 19,637 | 23,310 |
| EBIT         | 19,225 | 20,177 | 22,393 | 26,866 |
| EBITDA       | 20,076 | 21,718 | 23,903 | 28,346 |
| EPS（元）       | 26.10  | 24.99  | 28.73  | 34.10  |
| Non-GAAP 净利润 | 18,041 | 19,123 | 21,679 | 25,352 |
| Non-GAAP EPS | 26.39  | 27.98  | 31.72  | 37.09  |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 19.73% | 17.69%  | 14.86%  | 12.67%  |
| 归属母公司净利润  | 72.08% | 0.08%   | 14.97%  | 18.70%  |
| 毛利率       | 81.25% | 81.30%  | 82.00%  | 82.50%  |
| 销售净利率     | 32.02% | 27.23%  | 27.26%  | 28.72%  |
| ROE       | 11.97% | 10.69%  | 10.93%  | 11.48%  |
| ROIC      | 9.12%  | 8.81%   | 9.14%   | 10.13%  |
| 资产负债率     | 40.85% | 38.99%  | 36.68%  | 34.33%  |
| 净负债比率     | -8.03% | -38.90% | -65.84% | -86.98% |
| 流动比率      | 1.51   | 2.16    | 2.89    | 3.59    |
| 速动比率      | 1.51   | 2.14    | 2.87    | 3.57    |
| 总资产周转率    | 0.23   | 0.25    | 0.26    | 0.27    |
| 应收账款周转率   | 4.47   | 4.55    | 4.46    | 4.43    |
| 应付账款周转率   | 0.60   | 0.63    | 0.60    | 0.60    |
| 每股收益      | 26.10  | 24.99   | 28.73   | 34.10   |
| 每股经营现金流   | 28.81  | 27.65   | 32.97   | 37.39   |
| 每股净资产     | 208.55 | 233.80  | 262.78  | 297.14  |
| P/E       | 20.69  | 18.49   | 16.08   | 13.55   |
| P/B       | 2.59   | 1.98    | 1.76    | 1.55    |
| EV/EBITDA | 17.81  | 11.66   | 8.23    | 4.86    |
| 调整后 P/E   | 16.33  | 15.41   | 13.59   | 11.62   |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾熹闽** 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                          | 评级    | 说明                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|--------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 推荐：   | 相对基准指数涨幅10%以上      |
|                                                                                                                               | 中性：   | 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
|                                                                                                                               | 回避：   | 相对基准指数跌幅5%以上       |
| 公司评级                                                                                                                          | 推荐：   | 相对基准指数涨幅20%以上      |
|                                                                                                                               | 谨慎推荐： | 相对基准指数涨幅在5%~20%之间  |
|                                                                                                                               | 中性：   | 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间  |
|                                                                                                                               | 回避：   | 相对基准指数跌幅5%以上       |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn