

携程集团-S (09961.HK)

国际业务提速增长，拟增加投资蓄力海外长跑

优于大市

核心观点

2024 年四季度业绩好于市场预期，全年利润率达历史最高水平。2024Q4 公司收入 127.44 亿元/+23.4%，彭博预期为+19.4%；Non-GAAP 归母净利润 30.38 亿元/+13.6%，彭博预期为+7.5%；Non-GAAP 归母净利率为 23.8%/-2.1pct，彭博预期为 23.3%。2024 年公司 GMV 实现超 1.2 万亿元/+约 20%，收入 532.94 亿元/+19.7%，Non-GAAP 经营利润率为 31.2%/+1.7pct，Non-GAAP 净利润 180.41 亿元/+38.0%，Non-GAAP 归母净利率为 33.9%/+4.5pct，固定人员杠杆作用完全覆盖毛利率的结构性下滑与海外销售投放增加，利润率创新高。

Q4 国内酒店与出境游业务继续获份额，国际业务加大投放增长环比提速。

2024Q4 住宿预订收入 51.78 亿元/+32.7%，交通票务收入 47.80 亿元/+16.4%，旅游度假收入 8.70 亿元/+23.6%，商旅管理收入 7.02 亿元/+10.7%，其他收入 12.38 亿元/+24.9%。Q4 酒店、交通收入增速环比均提升，其中估算国内酒店间夜增速 20%，按酒店之家估算行业增速为高个位数，同时国内机票佣金率高基数缓解；Q4 携程出境机酒预定量恢复度超 120%（去年 Q4 为 80%+），比行业国际航班恢复速度快 30-40%，考虑出境游更高的盈利水平预计构成利润重要增长驱动；四季度系国内游客出行淡季，Trip 把握海外出游旺季增加品牌营销投放，Q4 占总收入比重提升至 14%、全年为 10%，Q4 机酒预定量同比增长超 70%，环比上季度 60%提速，其中入境游增长超 100%，其中免签国家的预订量增长超过 150%。短期国际平台投放加大及占比提升对利润率存在负面拖累，Q4 毛利率同比-1.2pct，销售费率同比+3.8pct，经营杠杆部分抵消下 Non-GAAP 归母净利率同比-2.1pct。

风险提示：消费复苏不及预期，国际扩张不及预期，盈利能力不及预期等

投资建议：以春节为良好开端，2025 年料国内出行延续韧性增长态势，出境游局部安全事件未带来整体扰动、进入运力修复后半程，国际业务有望重要动能。我们基本维持此前收入增速假设，预计 2025-2027 年增长 16.7%/15.8%/15.1%；考虑国际业务投放预算增加以及占比逐年提升结构性影响，我们下调 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润至 182/209/244 亿元（此前为 197/229/-亿元），对应动态 PE 为 16/14/12x。过去两年行业格局与公司 α 充分验证，尽管短期国际平台投资预算增加对阶段利润率存在扰动，但一方面四季度海外市场增加投放后份额获取加速、部分市场已实现正向盈利，意味着现阶段公司以现有模式投入产出的有效性，有助于提振中线盈利前景；另一方面基本盘业务对 2025 年政策 β 弹性的潜在受益、AI 提效工具应用持续推进、公司实际投放随着环境灵活变化均使得全年盈利预测仍有上调潜力。此外，公司新增 6 亿美元资本市场回报额度亦彰显积极姿态，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44,510	53,294	62,198	72,026	82,928
(+/-%)	122.1%	19.7%	16.7%	15.8%	15.1%
经调整净利润(百万元)	13071	18041	18241	20938	24442
(+/-%)	910.1%	38.0%	1.1%	14.8%	16.7%
每股收益(元)	19.12	26.39	26.69	30.63	35.76
EBIT Margin	46.3%	33.6%	25.1%	25.6%	26.8%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	12.0%	10.2%	10.6%	11.2%
市盈率 (PE)	22.2	16.1	15.9	13.8	11.9
EV/EBITDA	19.0	21.8	25.7	22.6	19.5
市净率 (PB)	2.37	2.03	1.83	1.63	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	454.00 港元
总市值/流通市值	310322/310322 百万港元
52 周最高价/最低价	598.00/300.20 港元
近 3 个月日均成交额	1234.04 百万港元

市场走势



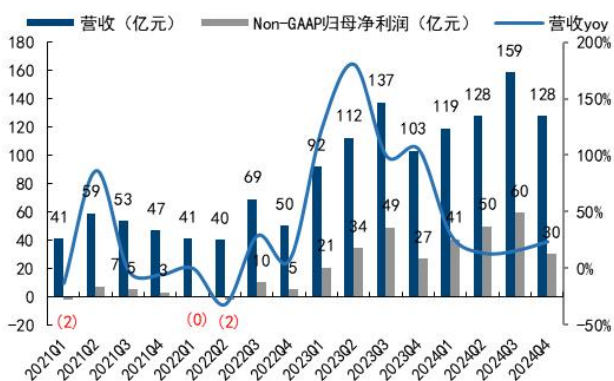
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《携程集团-S (09961.HK) -2025 乘政策东风，旅游龙头高质量进阶》——2025-01-21
- 《携程集团-S (09961.HK) -国内旺季经营优异，国际业务蓄力成长》——2024-11-21
- 《携程集团-S (09961.HK) -二季度经调整净利润同比增长 45%，经营效能再次验证》——2024-08-28
- 《携程集团-S (09961.HK) -拟发行 13 亿美元可转换优先票据，积极拓展海外业务》——2024-06-06
- 《携程集团-S (09961.HK) -公司深度二：打通国内外出行闭环，龙头迈向全新发展周期》——2024-05-31

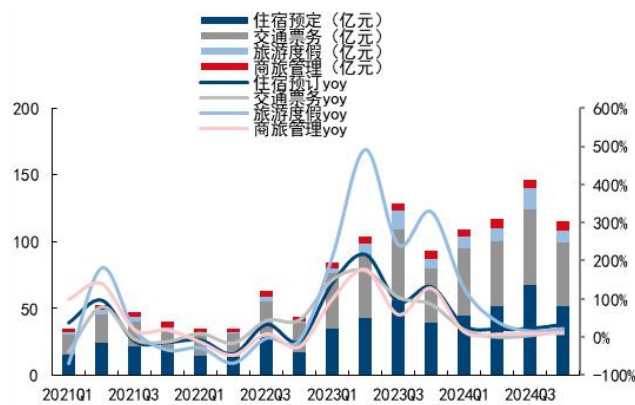
2024 年四季度业绩好于市场预期，全年利润率达历史最高水平。2024Q4 公司收入 127.44 亿元/+23.4%，彭博预期为+19.4%；Non-GAAP 归母净利润 30.38 亿元/+13.6%，彭博预期为+7.5%；Non-GAAP 归母净利率为 23.8%/-2.1pct，彭博预期为 23.3%。2024 年公司 GMV 实现超 1.2 万亿元/+约 20%，收入 532.94 亿元/+19.7%，Non-GAAP 经营利润率为 31.2%/+1.7pct，Non-GAAP 净利润 180.41 亿元/+38.0%，Non-GAAP 归母净利率为 33.9%/+4.5pct，固定人员杠杆作用完全覆盖毛利率的结构性下滑与海外销售投放增加，利润率创新高。

图1：携程集团季度收入及 Non-GAAP 业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：携程集团季度业务拆分

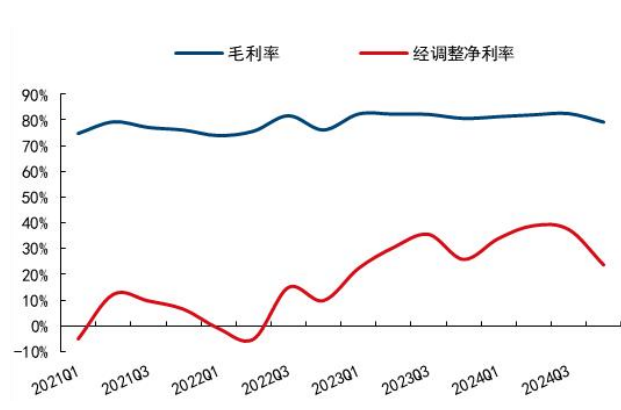


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

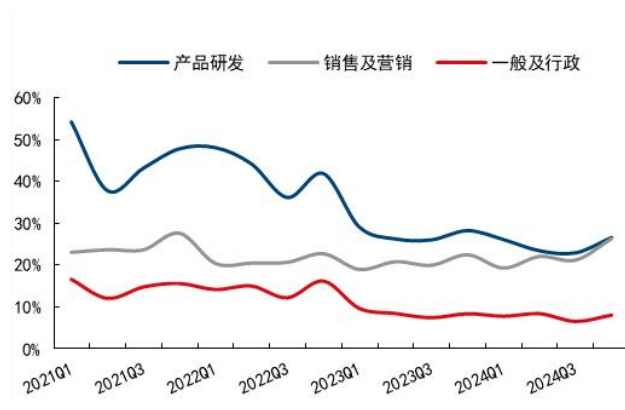
Q4 国内酒店与出境游业务继续获份额，国际业务加大投放增长环比提速。2024Q4 住宿预订收入 51.78 亿元/+32.7%，交通票务收入 47.80 亿元/+16.4%，旅游度假收入 8.70 亿元/+23.6%，商旅管理收入 7.02 亿元/+10.7%，其他收入 12.38 亿元/+24.9%。Q4 酒店、交通收入增速环比均提升，其中估算国内酒店间夜增速 20%，按酒店之家估算行业增速为高个位数，同时国内机票佣金率高基数缓解；Q4 携程出境机酒预定量恢复度超 120%（去年 Q4 为 80%+），比行业国际航班恢复度快 30-40%，考虑出境游更高的盈利水平预计构成利润重要增长驱动；四季度系国内游客出行淡季，Trip 把握海外出游旺季增加品牌营销投放，Q4 占总收入比重提升至 14%、全年为 10%，Q4 机酒预定量同比增长超 70%，环比上季度 60%提速，其中入境游增长超 100%，其中免签国家的预订量增长超过 150%。短期国际平台投放加大及占比提升对利润率存在负面拖累，Q4 毛利率同比-1.2pct，销售费率同比+3.8pct，经营杠杆部分抵消下 Non-GAAP 归母净利率同比-2.1pct。

风险提示：消费复苏不及预期，国际扩张不及预期，盈利能力不及预期等

投资建议：以春节为良好开端，2025 年料国内出行延续韧性增长态势，出境游局部安全事件未带来整体扰动、进入运力修复后半程，国际业务有望重要动能。我们基本维持此前收入增速假设，预计 2025-2027 年增长 16.7%/15.8%/15.1%；考虑国际业务投放预算增加以及占比逐年提升结构性影响，我们下调 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润至 182/209/244 亿元（此前为 197/229/-亿元），对应动态 PE 为 16/14/12x。过去两年行业格局与公司 α 充分验证，尽管短期国际平台投资预算增加对阶段利润率存在扰动，但一方面四季度海外市场增加投放后份额获取加速、部分市场已实现正向盈利，意味着现阶段公司以现有模式投入产出的有效性，有助于提振中线盈利前景；另一方面基本盘业务对 2025 年政策 β 弹性的潜在受益、AI 提效工具应用持续推进、公司实际投放随着环境灵活变化均使得全年盈利预测仍有上调潜力。此外，公司新增 6 亿美元资本市场回报额度亦彰显积极姿态，维持“优于大市”评级。

图3：携程旅行季度毛利率和经调净利率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：携程旅行季度三项费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值（亿）		EPS			PE				投资评级
		2025-1-28	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
9961. HK	携程集团-s	2,898	19.1	26.4	26.9	30.8	22	16	16	14	优于大市
0780. HK	同程旅行	390	1.0	1.2	1.5	1.7	17	14	12	10	优于大市
BKNG. O	Booking	1,614	152	183	209	245	32	27	24	20	无评级
ABNB. O	Airbnb	879	8.4	4.0	4.3	4.0	17	35	32	35	无评级
EXPE. O	Expedia	249	9.7	11.9	14.2	17.2	20	16	14	11	无评级

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：EPS 均为经调整后口径，Booking、Airbnb、Expedia 来自彭博一致预期；携程集团与同程旅行单位为人民币，其余单位为美元

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	41592	51093	66853	82656	103484	营业收入	44510	53294	62198	72026	82928
应收款项	26046	32552	43964	52885	58845	营业成本	8121	9990	11993	14064	16232
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3346	0	6033	6987	8293	销售费用	4250	9202	14799	17266	19697
流动资产合计	88732	112120	146749	178406	213676	管理费用	11547	16173	19765	22241	24795
固定资产	5142	5053	5030	4971	4876	财务费用	(532)	(23)	(468)	(907)	(1419)
无形资产及其他	72577	74506	74059	73615	73173	投资收益	1072	2828	1526	1704	1907
投资性房地产	3344	3708	3708	3708	3708	资产减值及公允价值变动	2015	(667)	0	0	0
长期股权投资	49342	47194	47194	47244	47294	其他收入	(11571)	(282)	1570	1603	1636
资产总计	219137	242581	276740	307943	342727	营业利润	12640	19831	19204	22670	27166
短期借款及交易性金融负债	25857	19433	20405	21425	22496	营业外净收支	(888)	0	700	600	600
应付款项	18497	16578	21369	25160	28705	利润总额	11752	19831	19904	23270	27766
其他流动负债	28057	37999	50190	57875	65715	所得税费用	1750	2604	3583	4421	5275
流动负债合计	72411	74010	91964	104460	116916	少数股东损益	84	160	(68)	(81)	(96)
长期借款及应付债券	19099	20134	20134	20134	20134	经调整归属于母公司净利润	13071	18041	18241	20938	24442
其他长期负债	4621	4955	4975	4995	5025	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	23720	25089	25109	25129	25159	净利润	13071	18041	18241	20938	24442
负债合计	96131	99099	117073	129589	142075	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	822	932	864	783	687	折旧摊销	817	851	970	1003	1036
股东权益	122184	142550	158804	177571	199965	公允价值变动损失	(2015)	667	0	0	0
负债和股东权益总计	219137	242581	276740	307943	342727	财务费用	(532)	(23)	(468)	(907)	(1419)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	6485	4833	(444)	1622	4149
每股收益	19.12	26.39	26.69	30.63	35.76	其它	(3069)	(814)	(2055)	(2252)	(2144)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	15289	23578	16712	21312	27483
每股净资产	178.75	208.55	232.33	259.79	292.55	资本开支	0	215	(500)	(500)	(500)
ROIC	19%	15%	13%	16%	19%	其它投资现金流	7797	(10727)	(1424)	(5980)	(7176)
ROE	8%	12%	10%	11%	11%	投资活动现金流	8632	(8364)	(1924)	(6530)	(7726)
毛利率	82%	81%	81%	80.47%	80%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	46%	34%	25%	26%	27%	负债净变化	5922	1035	0	0	0
EBITDA Margin	48%	35%	27%	27%	28%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	122%	20%	17%	16%	15%	其它融资现金流	(11173)	(7783)	972	1020	1071
净利润增长率	910%	38%	1%	15%	17%	融资活动现金流	671	(5713)	972	1020	1071
资产负债率	44%	41%	43%	42%	42%	现金净变动	24592	9501	15760	15802	20829
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	17000	41592	51093	66853	82656
P/E	22.2	16.1	15.9	13.8	11.9	货币资金的期末余额	41592	51093	66853	82656	103484
P/B	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	24828	21474	12852	17075	22670
EV/EBITDA	19	22	26	23	19	权益自由现金流	20029	14746	14207	18829	24891

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032