

携程集团-S (09961.HK)

优于大市

一季度业绩稳健增长，海外增加投入且保持营销策略灵活度

核心观点

2025年一季度业绩稳健增长，利润率同比回落。2025Q1 公司收入 138.3 亿元/+16.2%；Non-GAAP 归母净利润 41.9 亿元/+3.3%，对应利润率为 30.3%/-3.8pct。其中主业相关的经调整 EBITDA 为 42.5 亿元/+6.9%，对应利润率为 30.7%/-2.7pct，主要系国际平台战略性投资增加影响；主业之外的净利息收入、其他收益、联营公司收益部分合计同比下降 17.0%带来扰动。

收入拆分：国内酒店与出境游业务继续提升份额，入境游红利助推国际业务快速增长。2025Q1 公司住宿预订收入 55.4 亿元/+23.2%，交通票务收入 54.2 亿元/+8.4%，旅游度假收入 9.5 亿元/+7.2%，商旅管理收入 5.7 亿元/+12.1%，其他收入 13.7 亿元/+33.0%。分区域看：1) Q1 国内收入预计个位数增长，其中酒店间夜增速维持双位数增长，按酒店之家估算行业增速为 7%，休闲旅游延续好于商旅，叠加公司积极把握银发群体、年轻人展演+酒店等趋势，国内酒店份额继续提升；同时平台价格受益于结构升级与产品组合等好于行业降幅；平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳，阶梯式固定佣金受行业价格扰动。2) 出境机酒预定量恢复超 120%，比行业运力快 30-40%，其中伴随运力增加出境机票价格同比回落。3) 国际平台机酒预定量同比增长超 60%，免签政策红利持续释放，平台入境游增长约 100%，亚太免签国家增长超 240%。

盈利拆分：国短期国际平台增加投放扰动利润率，但一季度再次展现海外营销策略的灵活性。随着 Trip.com 扩大服务规模和团队建设，相关人员成本和费用也在提升，Q1 公司毛利率同比-0.8pct；Q1 研发与管理费用同比+13.7%，而国内业务规模效应下费用率同比-0.7pct。此前公司明确全年把握海外良好扩张窗口期增加投放，但同时针对一季度海外用户出游淡季灵活调整营销力度，Q1 销售费率 21.4%/+2.3pct，单季度费率低于全年预算（23-24%）。

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：维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润为 182/209/244 亿元，对应动态 PE 为 19/16/14x。公司把握发展窗口期及入境政策红利，以规模为为先的战略积极发力国际平台，预计短期利润率扰动下利润增速低于收入增速（未来 3 年 CAGR 11%vs15%），但公司也会根据实际保持投放策略的灵活性。同时基本盘稳健增长，国内上游酒店行业供给扩张背景下龙头平台在产业链话语权继续提升，行业在线化渗透率与公司酒店业务份额持续增加，出境游预订量存在部分区域扰动但整体维持良好恢复节奏。此外，公司在原有 6.8 亿回购额度基础上提议新增港股回购计划。整体上公司作为国内领先在线旅游龙头，基本盘稳健且护城河深厚，良好的现金流下股东回报态度更积极，新业务打开中线成长空间，参考海外龙头值得享估值溢价，维持“优于大市”。

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	61,627	71,093	81,870
(+/-%)	122.1%	19.7%	15.6%	15.4%	15.2%
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)	18.32	25.28	25.56	29.34	34.25
EBIT Margin	46.3%	33.6%	25.0%	25.6%	26.5%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	12.0%	10.1%	10.5%	11.0%
市盈率 (PE)	26.0	18.8	18.6	16.2	13.9
EV/EBITDA	21.3	24.5	28.9	25.3	21.9
市净率 (PB)	2.78	2.38	2.14	1.92	1.70

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	505.50 港元
总市值/流通市值	360696/360696 百万港元
52 周最高价/最低价	595.02/298.70 港元
近 3 个月日均成交额	1748.80 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

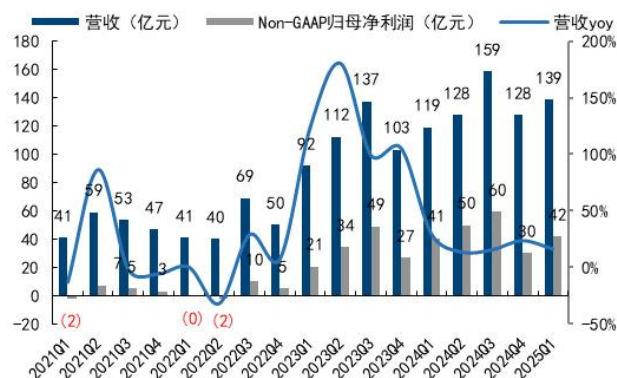
《携程集团-S (09961.HK) - 国际业务提速增长，拟增加投资蓄力海外长跑》——2025-02-28
《携程集团-S (09961.HK) - 2025 乘政策东风，旅游龙头高质量进阶》——2025-01-21
《携程集团-S (09961.HK) - 国内旺季经营优异，国际业务蓄力成长》——2024-11-21
《携程集团-S (09961.HK) - 二季度经调整净利润同比增长 45%，经营效能再次验证》——2024-08-28
《携程集团-S (09961.HK) - 拟发行 13 亿美元可转换优先票据，积极拓展海外业务》——2024-06-06

2025 年一季度业绩稳健增长，利润率同比回落。2025Q1 公司收入 138.3 亿元/+16.2%；Non-GAAP 归母净利润 41.9 亿元/+3.3%，对应利润率为 30.3%/-3.8pct。其中主业相关的经调整 EBITDA 为 42.5 亿元/+6.9%，对应利润率为 30.7%/-2.7pct，主要系国际平台战略性投资增加影响；主业之外的净利息收入、其他收益、联营公司收益部分合计同比下降 17.0%带来扰动。

收入拆分：国内酒店与出境游业务继续提升份额，入境游红利助推国际业务快速增长。2025Q1 公司住宿预订收入 55.4 亿元/+23.2%，交通票务收入 54.2 亿元/+8.4%，旅游度假收入 9.5 亿元/+7.2%，商旅管理收入 5.7 亿元/+12.1%，其他收入 13.7 亿元/+33.0%。分区域看：1) Q1 国内收入预计个位数增长，其中酒店间夜增速维持双位数增长，按酒店之家估算行业增速为 7%，休闲旅游延续好于商旅，叠加公司积极把握银发群体、年轻人展演+酒店等趋势，国内酒店份额继续提升；同时平台价格受益于结构升级与产品组合等好于行业降幅；平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳，阶梯式固定佣金受行业价格扰动。2) 出境机酒预定量恢复超 120%，比行业运力快 30-40%，其中伴随运力增加出境机票价格同比回落。3) 国际平台机酒预定量同比增长超 60%，免签政策红利持续释放，平台入境游增长约 100%，亚太免签国家增长超 240%。

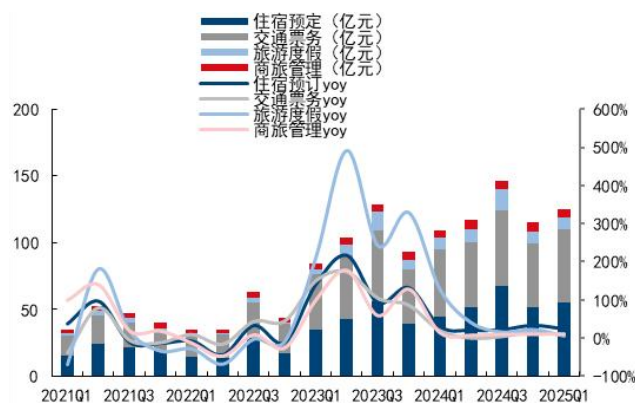
盈利拆分：国短期际平台增加投放扰动利润率，但一季度再次展现海外营销策略的灵活性。随着 Trip.com 扩大服务规模和团队建设，相关人员成本和费用也在提升，Q1 公司毛利率同比-0.8pct；Q1 研发与管理费用同比+13.7%，而国内业务规模效应下费用率同比-0.7pct。此前公司明确全年把握海外良好扩张窗口期增加投放，但同时针对一季度海外用户出游淡季灵活调整营销力度，Q1 销售费率 21.4%/+2.3pct，单季度费率低于全年预算（23-24%）。

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

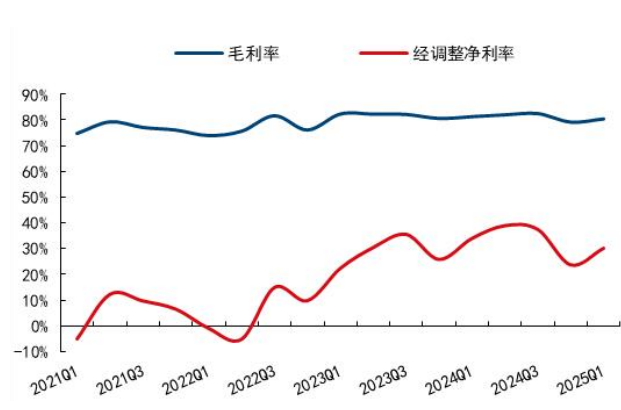
图2：携程集团季度业务拆分



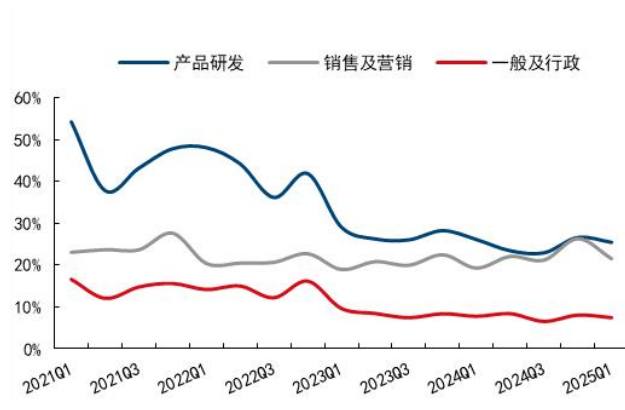
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润为 182/209/244 亿元，对应动态 PE 为 19/16/14x。公司把握发展窗口期及入境政策红利，以规模为先的战略积极发力国际平台，预计短期利润率扰动下利润增速低于收入增速（未来 3 年 CAGR 15%vs11%），但公司也会根据实际情况保持投放策略的灵活性。而基本盘业务稳健增长，国内上游酒店行业供给扩张背景下龙头平台在产业链话语权继续提升，行业在线化渗透率与公司酒店业务份额持续增加，出境游预订量存在部分区域扰动但整体维持良好恢复节奏。此外，公司在原有 6.8 亿回购额度基础上提议新增港股回购计划。整体上公司作为一站式在线旅游龙头，基本盘稳健且护城河深厚，良好的现金流下股东回报态度更积极，新业务打开中线成长空间，值得享估值溢价，维持“优于大市”。

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
		2025-5-20	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
9961. HK	携程集团-s	3,395	25.3	25.6	29.3	34.3	19	19	16	14	优于大市
0780. HK	同程旅行	464	1.2	1.4	1.7	2.0	16	14	12	10	优于大市
BKNG. O	Booking	1,750	187	214	248	290	29	25	22	19	无评级
ABNB. O	Airbnb	843	4.1	4.3	4.9	5.6	33	32	28	24	无评级
EXPE. O	Expedia	210	12.1	14.0	16.6	19.6	14	12	10	8	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	48439	63719	78642	98930	营业收入	44510	53294	61627	71093	81870
应收款项	26046	32552	43561	52200	58094	营业成本	8121	9990	11897	13831	16032
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	2654	5978	6896	8187	销售费用	4250	9202	14540	16829	19364
流动资产合计	88732	112120	143157	173617	208265	管理费用	11547	16173	19764	22240	24794
固定资产	5142	5053	5030	4971	4876	财务费用	(532)	(23)	(381)	(799)	(1291)
无形资产及其他	72577	74429	73982	73539	73097	投资收益	1072	2828	1526	1704	1907
投资性房地产	3344	3785	3785	3785	3785	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	273148	303155	337318	营业利润	12640	19831	18902	22299	26512
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	18695	21190	24726	28338	利润总额	11752	19831	19602	22899	27112
其他流动负债	28057	35882	47025	53954	61500	所得税费用	1750	2604	3528	4236	5016
流动负债合计	72411	74010	88619	100105	112334	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	113728	125234	137493	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	158556	177138	199138	公允价值变动损失	(2015)	667	0	0	0
负债和股东权益总计	219137	242581	273148	303155	337318	财务费用	(532)	(23)	(381)	(799)	(1291)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	6485	2102	(675)	928	4003
每股收益	18.32	25.28	25.56	29.34	34.25	其它	(3069)	(814)	(2303)	(2437)	(2538)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	15289	20847	16232	20432	26943
每股净资产	171.24	199.78	222.21	248.25	279.08	资本开支	0	215	(500)	(500)	(500)
ROIC	19%	15%	12%	15%	18%	其它投资现金流	7797	(10727)	(1424)	(5980)	(7176)
ROE	8%	12%	10%	10%	11%	投资活动现金流	8632	(8364)	(1924)	(6530)	(7726)
毛利率	82%	81%	81%	80.55%	80%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	46%	34%	25%	26%	26%	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%	16%	15%	15%	其它融资现金流	(11173)	(7706)	972	1020	1071
净利润增长率	910%	38%	1%	15%	17%	融资活动现金流	671	(5636)	972	1020	1071
资产负债率	44%	41%	42%	42%	41%	现金净变动	24592	6847	15280	14923	20288
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	17000	41592	48439	63719	78642
P/E	26.0	18.8	18.6	16.2	13.9	货币资金的期末余额	41592	48439	63719	78642	98930
P/B	2.8	2.4	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	24828	18743	12443	16258	22207
EV/EBITDA	21	24	29	25	22	权益自由现金流	20029	12092	13728	17930	24330

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