

2025 年 05 月 21 日

携程集团 (9961.HK/TCOM.US)

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

国内业务常态化增长，海外投入周期以支撑长期增量

携程 1 季度收入同比增 16%，符合我们及市场预期，经调整净利润同比增 3%，超市场预期 9%，因营销投入低于预期。预计 Q2 国内酒店 ADR 降幅将收窄，间夜量稳健增长。我们微调 2025 年收入及利润预测，维持目标价及买入评级。

报告摘要

1 季度业绩延续稳健态势：1Q25 净收入 139 亿元，同比增 16%，符合我们及市场预期，其中住宿预订同比增 23%，交通票务收入同比增 8%，占总收入的 40%、39%，贡献收入净增量的 54%、22%。毛利同比增 15%，毛利率同比下降 1 个百分点至 80%。经调整归母净利润同比增 3%至 42 亿元，超一致预期 9%，主要因营销费用（同比增 30%）较预期低 10%，净利润率维持 30%+水平。

经营数据：1) **国内：**Q1 酒店间夜量同比双位数增长，ADR 同比高个位数下降，但 4-5 月降幅有收窄趋势。携程老友会用户及 GMV 同比翻倍增。2) **出境：**出境酒店及机票预订较 1Q19 增 20%，泰国短期波动，但欧洲长线游增长强劲。3) **国际：**国际 OTA 酒店及机票预订量同比增超 60%，亚太贡献主要增量。移动端订单占比约 70%，一站式服务心智强化，有望带动交叉销售率提升。4) **入境：**入境游预订同比增超 100%（对比整体入境游人次同比增 40%），受益于免签、离境退税等政策利好。

国内业务前景稳健，海外是投入周期。五一假期国内旅游人次/收入同比增 8%/6%。公司在业绩会披露，五一假期携程国内酒店预订同比增 20%，跨境订单同比增 30%（其中入境预订同比增 150%），机票价格同比增长，酒店价格同比降幅收窄至低个位数。我们预计 2 季度携程收入仍快于旅游大盘增长，受益于持续丰富的供给、用户心智、份额稳定。预计国际 OTA 业务 GMV 及收入维持高增速（与投入一致），中长期收入占比有望提升至 20%+，市场区域将逐步从亚太拓展中东和欧洲。

财务预测及估值：我们微调 2025 年收入及利润预测，预计全年收入同比增 15%，其中住宿预订 16%，交通预订增 9%。海外业务投入随季节及 ROI 动态调整，收入占比提升部分影响集团层面盈利水平，但为长期增长提供支撑。维持目标价 591 港元 (9961.HK) /76 美元 (TCOM.US)，对应 2025 年 20 倍市盈率，维持“买入”评级。股东回报方面，年初至今已回购 8,400 万美元（剩余回购额度 5.16 亿美元），公司计划启动港股回购计划。我们仍看好公司应对宏观消费变化的敏捷度、供给侧优势、海外长期增量前景。

风险：消费疲弱影响旅游支出；海外竞争加剧。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	20,055	44,562	53,377	61,231	68,319	75,783
同比增长（%）	0%	122%	20%	15%	12%	11%
调整后净利润（百万元）	1,294	13,071	18,041	17,748	19,992	22,112
调整后净利润率（%）	6.5%	29.3%	33.8%	29.0%	29.3%	29.2%
调整后每股盈利（元）	1.97	19.45	25.84	25.42	28.63	0.00
市盈率（倍）	NM	23.3	16.9	17.2	15.2	13.8
市销率（倍）	15.2	6.8	5.7	5.0	4.5	4.0
净资产收益率（%）	1.2%	8.1%	12.0%	11.8%	12.9%	13.9%

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

591 港元

股价(2025-05-20)

505.5 港元

总市值(百万港元)	360,696
流通市值(百万港元)	360,696
总股本(百万股)	714
流通股本(百万股)	714
12 个月低/高(港元)	402.6/578
平均成交(百万港元)	1,736.7

股东结构

The Capital Group	8.48%
百度(BIDU.US/9888.HK)	7.03%
FMR LLC	4.12%
其他	80.37%

股价表现



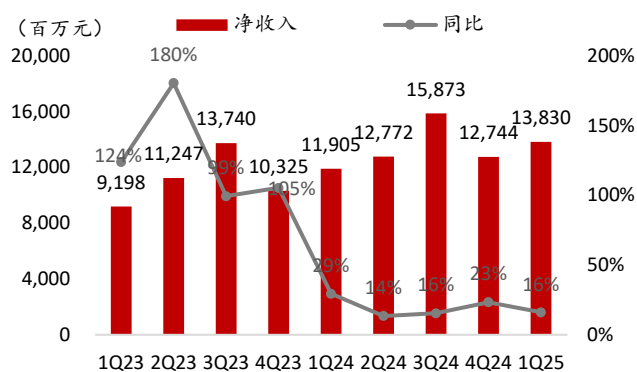
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.70	-7.30	-5.23
绝对收益	12.38	-4.23	15.88

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

1Q25 业务概览

图表 1: 1Q25 净收入同比增 16%



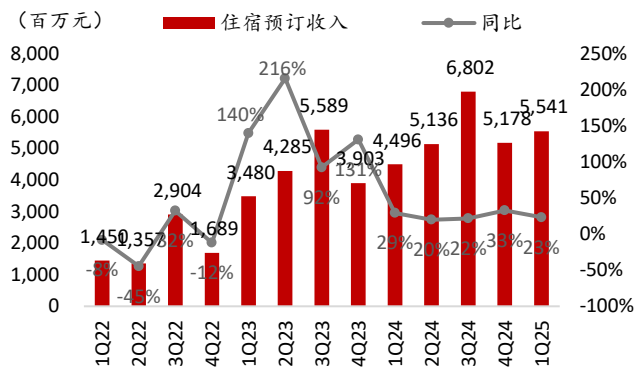
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 1Q25 经调整净利润率 30%



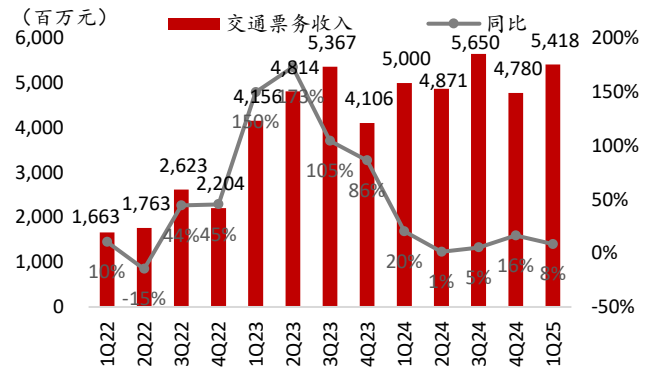
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 1Q25 住宿预订收入同比增 23%



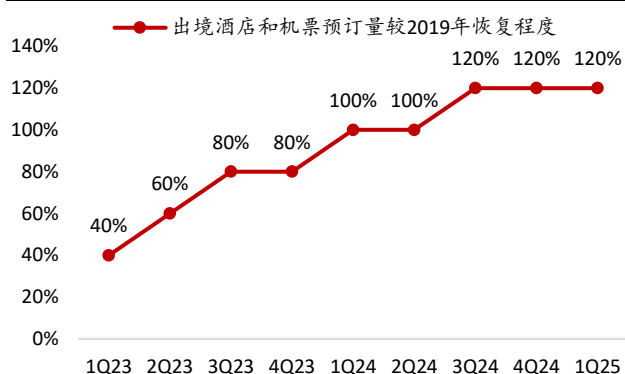
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 4: 1Q25 交通票务收入同比增 8%



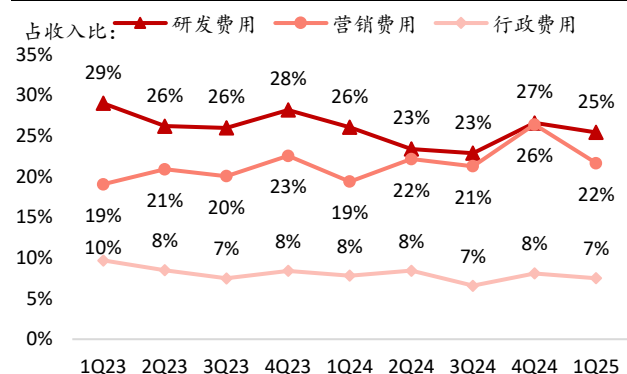
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 5: 出境业务持续恢复



资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 6: 1Q25 营销费用占收入比 22%



资料来源: 公司财报, 国证国际

财务预测更新

图表 7：利润表预测更新

携程集团 人民币，百万元	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	12,788	15,900	12,768	13,850	14,640	53,377	61,231	68,319	75,783
同比	14%	16%	24%	16%	14%	20%	15%	12%	11%
住宿预订	5,136	6,802	5,178	5,541	6,029	21,612	25,166	28,213	31,822
同比	20%	22%	33%	23%	17%	25%	16%	12%	13%
交通票务	4,871	5,650	4,780	5,418	5,277	20,301	22,215	24,210	26,173
同比	1%	5%	16%	8%	8%	10%	9%	9%	8%
旅游度假	1,025	1,558	870	947	1,184	4,336	4,963	6,124	7,139
同比	42%	17%	24%	7%	15%	38%	14%	23%	17%
商旅管理	633	656	702	573	703	2,502	2,843	3,184	3,534
同比	8%	11%	11%	12%	11%	11%	14%	12%	11%
其他	1,123	1,234	1,238	1,371	1,448	4,626	6,044	6,588	7,115
营业成本	-2,312	-2,800	-2,640	-2,705	-2,717	-9,990	-11,734	-13,092	-14,484
毛利	10,460	13,073	10,104	11,125	11,901	43,304	49,409	55,128	61,189
毛利率	81.8%	82.2%	79.1%	80.3%	81.3%	81.1%	80.7%	80.7%	80.7%
研发费用	-2,993	-3,640	-3,397	-3,525	-3,280	-13,139	-14,563	-16,317	-18,062
同比	20%	2%	16%	13%	10%	8%	11%	12%	11%
销售费用	-2,835	-3,382	-3,373	-2,999	-3,611	-11,902	-14,944	-19,129	-20,461
同比	20%	23%	45%	30%	27%	29%	26%	28%	7%
行政费用	-1,077	-1,045	-1,033	-1,038	-1,175	-4,086	-4,426	-5,007	-5,381
同比	13%	2%	19%	11%	9%	9%	8%	13%	7%
经营利润	3,555	5,006	2,301	3,563	3,835	14,177	15,475	14,675	17,285
经营利润率	27.8%	31.5%	18.0%	25.7%	26.2%	26.6%	25.3%	21.5%	22.8%
归母净利润	3,833	6,765	2,157	4,277	3,849	17,067	17,631	17,329	19,159
净利润率	30.0%	42.5%	16.9%	30.9%	26.3%	32.0%	28.8%	25.4%	25.3%
经调整EBITDA	4,436	5,680	2,980	4,247	4,631	17,070	18,752	18,196	18,946
经调整EBITDA利润率	34.7%	35.7%	23.3%	30.7%	31.6%	32.0%	30.6%	26.6%	25.0%
经调整归母净利润	4,985	5,963	3,038	4,188	4,185	18,041	17,748	19,992	22,112
经调整归母净利润率	39.0%	37.5%	23.8%	30.2%	28.6%	33.8%	29.0%	29.3%	29.2%

资料来源：公司财报，国证国际预测

附表：财务报表预测

利润表 (百万人民币)							资产负债表 (百万人民币)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,055	44,562	53,377	61,231	68,319	75,783	现金，现金等价物及受限制现金	18,487	43,983	51,093	52,115	53,157	54,220
营业成本	-4,513	-8,121	-9,990	-11,734	-13,092	-14,484	短期投资	25,545	17,748	28,475	29,329	30,209	31,115
毛利润	15,526	36,389	43,304	49,409	55,128	61,189	应收账款净额	5,486	11,410	12,459	17,757	19,812	21,219
销售费用	-4,250	-9,202	-11,902	-14,944	-19,129	-20,461	预付账款及其他流动资产	11,917	15,591	20,093	23,049	25,718	28,527
研发费用	-8,341	-12,120	-13,139	-14,563	-16,317	-18,062	流动资产合计	61,435	88,732	112,120	122,250	128,896	135,083
管理费用	-2,847	-3,743	-4,086	-4,426	-5,007	-5,381	物业、设备及软件	5,204	5,142	5,053	5,796	6,467	7,174
营业利润	88	11,324	14,177	15,475	14,675	17,285	无形资产及土地使用	12,825	12,644	12,840	14,729	16,434	18,230
财务成本净额	532	23	606	2,687	2,634	2,087	使用权资产	819	641	755	866	966	1,072
税前利润	2,635	10,680	17,003	18,661	17,808	19,873	投资	50,177	49,342	47,194	54,138	60,405	67,005
所得税	-682	-1,750	-2,604	-2,858	-2,727	-2,782	商誉	59,337	59,372	60,911	58,998	58,999	59,000
税后利润	1,367	10,002	17,227	17,753	17,470	19,261	其他长期资产	545	688	454	521	581	645
少数股东权益	36	-84	-160	-122	-141	-102	递延所得税资产	1,324	2,576	3,254	3,733	4,165	4,620
归母净利润	1,403	9,918	17,067	17,631	17,329	19,159	非流动资产合计	130,231	130,405	130,461	138,782	148,018	157,746
Non-GAAP净利润	1,294	13,071	18,041	17,748	19,992	22,112	总资产合计	191,691	219,137	242,581	261,032	276,914	292,828
主要财务比率							短期负债及长期负债的即期部	32,674	25,857	19,433	22,292	24,873	27,590
P/E(x)*	235.4	23.3	16.9	17.2	15.2	13.8	应付账款	7,569	16,459	16,578	19,017	21,219	23,537
P/B(x)	2.7	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9	客户预付款	8,278	13,380	18,029	20,682	23,076	25,597
Dividend yield(%)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	其他流动负债	12,718	16,715	19,970	22,908	25,560	28,353
Gross margin(%)	77%	82%	81%	81%	81%	81%	流动负债合计	61,239	72,411	74,010	84,899	94,727	105,077
Net margin(%)	7%	22%	32%	29%	25%	25%	递延所得税负债	3,487	3,825	4,098	4,701	5,245	5,818
SG&A/sales(%)	77%	56%	55%	55%	59%	58%	长期债务	13,177	19,099	20,134	20,738	21,360	22,001
ROE(%)	1%	8%	12%	12%	11%	12%	长期租赁负债	534	477	561	644	718	796
ROA(%)	1%	5%	7%	7%	6%	7%	其他非流动性负债	235	319	296	340	379	420
Asset to equity ratio	170%	178%	170%	174%	179%	184%	非流动负债合计	17,433	23,720	25,089	26,422	27,702	29,036
							负债合计	78,672	96,131	99,099	111,322	122,429	134,113
							股本	6	6	6	6	6	6
							股本溢价	95,196	96,583	97,990	99,418	100,866	102,336
							储备及其他资本项目	17,817	26,417	44,743	50,287	53,613	56,373
							所有者权益合计	113,019	123,006	142,739	149,710	154,485	158,715
							负债及权益合计	191,691	219,137	241,838	261,032	276,914	292,828
							现金流量简表 (百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
							经营活动现金流	2,641	17,364	20,104	18,888	22,073	24,999
							投资活动现金流	1,136	-1,819	369	-1,252	-1,326	-1,454
							融资活动现金流	-6,717	-5,922	-1,035	-604	-622	-641
							期初现金	21,196	18,487	27,992	47,488	64,489	84,627
							期末现金	18,487	27,992	47,488	64,489	84,627	107,522

资料来源：公司财报，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010