

2025Q1 业绩稳健增长，国际业务表现亮眼

携程集团-S 2025Q1 业绩点评

证券研究报告

● 核心观点

携程 2025Q1 业绩符合预期，国际业务持续发力。今年以来，受益于旅游需求稳健以及政策支持，旅游业保持强劲增长，携程主营业务营收继续走强。2025Q1，公司净营业收入为 138 亿元，同比增长 16%；净利润 43 亿元，同比持平。交通、住宿板块业务仍是核心驱动。国内酒店预订保持韧性，出境和国际酒店预订强劲增长；伴随国际航空业务持续扩张，出境机票预定量显著增长并优于行业大盘；旅游度假业务受益于国际业务的推动，营业收入同比上升 7%。携程增强海外营销力度，营销费用率较去年同期有所提升，净利润率小幅下行。

携程国际业务板块表现亮眼，增长可期。2025 年一季度携程国际 OTA 平台总预定同比增长超 60%，携程的优势在于提供全链条旅游服务，伴随着营销投放力度加大，携程将继续巩固在亚太市场的重点布局，并成功拓展到新的地区，国际知名度和用户基础不断扩大。入境游发展势头强劲，在免签及相关政策不断优化、全球社交媒体推广的助力下，中国对全球旅客的吸引力逐渐增强，携程平台入境游预定同比增长超 100%。此外，国内旅客出境游热情持续恢复，携程平台出境酒店和机票预订均全面超过 2019 年疫情前同期水平的 120%。

携程老友会成效显著，把握代际新机遇。关注人口结构变迁下银发族旅游消费的崛起，银发族时间更灵活，且对服务体验要求更高，携程老友会的设立一方面能够为银发族提供高性价比的产品，另一方面也能够平衡供应商淡季需求。根据携程 2025Q1 业绩发布会，一季度老友会用户数量和 GMV 均同比增长 100%。

AI 赋能增强产品力，提高服务体验和效率。伴随着 AI 大模型运用的持续深入，携程继续通过 AI 赋能增强其产品力，目前携程 AI 能够伴随从旅行规划到售后服务的全服务流程。根据携程 2025Q1 业绩交流会公布的数据，在旅行规划阶段，携程 AI 助手的平均用户会话持续时长增长约 50%，增强用户粘性；而在售后阶段，AI 自助服务能够处理 80%以上的工作，提高了响应效率和用户满意度。

盈利预测和投资建议：国内业务方面，五一假期旅游表现强劲，展现出居民休闲旅游的旺盛热情，旅游消费景气度延续可期。携程提供全面且多样化的旅游产品，未来有望进一步带来差异化增量。海外业务方面，海外业务营销投放的增加会对短期利润率造成一定影响，但无需过度担忧，海外市场有望打开新增量空间，纯境外业务将持续助力整体营收。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 618.02/696.20/772.56 亿元，同比增速分别为+16.0%/+12.6%/+11.0%，归母净利润分别为 177.00/205.02/240.85 亿元，同比增速分别为+3.7%/+15.8%/+17.5%，对应 PE 为 18.5X/16.0X/13.6X。参考可比公司 2025 年平均 PE 为 22.2X，携程集团 2025 年目标 PE 21.5X，维持“买入”评级。

风险提示：酒店直销竞争加剧，出入境政策风险，运力恢复不及预期。

重要数据

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	53,294	61,802	69,620	77,256
增长率 (%)	19.7%	16.0%	12.6%	11.0%
归母净利润 (百万元)	17,067	17,700	20,502	24,085
增长率 (%)	72.1%	3.7%	15.8%	17.5%
EPS (元/股)	26.1	24.8	28.7	33.8
市盈率 (P/E)	19.0	18.5	16.0	13.6

数据来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部预测

股票代码	9961.HK
公司评级	买入
评级变动	维持
收盘价	500
目标价	580

分析师
钟奕昕 S0650524030001
联系邮箱: zhongyixin@mgzq.com

相关研究
《携程集团-S: 海外业务持续发力, AI 协同效率提升——2024Q4 业绩点评》
2025.02.27
《携程集团-S (09961.HK): 一站式 OTA 龙头, 出海先行者》
2025.02.13

正文目录

一、 旅游需求稳健增长，国际业务板块持续发力.....	3
1.1 营收稳定增长，海外市场营销持续拓展.....	3
1.2 国际业务增长可期，AI 赋能增强产品力.....	4
二、 盈利预测与投资建议.....	4
2.1 盈利预测与关键假设.....	4
2.2 投资建议.....	6
三、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 携程营收及净利润表现（亿元）.....	3
图 2： 携程营收结构.....	3
图 3： 图表 3： 携程毛利率、净利率情况.....	4
图 4： 携程费用率变动情况.....	4
表 1： 携程集团盈利预测（百万元）.....	5
表 2： 可比公司估值.....	6

一、旅游需求稳健增长，国际业务板块持续发力

1.1 营收稳健增长，海外市场营销持续拓展

今年以来，受益于旅游需求稳健以及政策支持，旅游业保持强劲增长，携程主营业务营收继续走强。2025年一季度，公司净营业收入为138亿元，同比增长16%；净利润43亿元，同比持平，主要得益于旅游消费需求的持续强劲。

交通、住宿板块业务仍是核心驱动。携程收入结构仍以交通和住宿为主，合计占比约80%，旅游度假、商旅管理及其他业务合计占比约20%。分业务板块来看：

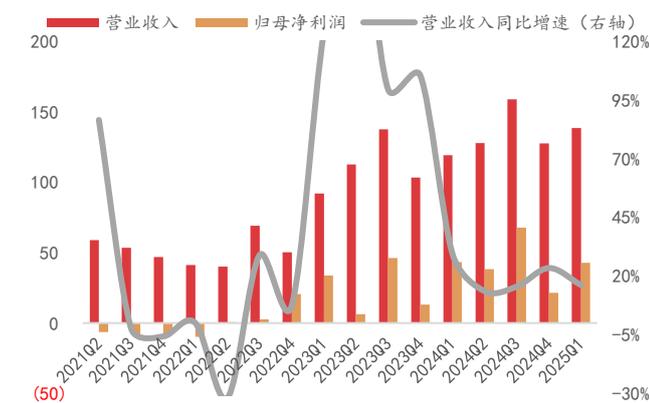
2025年一季度住宿预订营业收入为55亿元，同比上升23%，国内酒店预订保持韧性且优于整体市场，出境和国际酒店预订强劲增长；受季节性影响，住宿预订营业收入环比上升7%。

2025年一季度交通票务营业收入为54亿元，同比上升8%，伴随国际航空业务持续扩张，出境机票预定量显著增长并优于行业大盘；受季节性影响，交通票务营业收入环比上升13%。

2025年一季度旅游度假业务营业收入为9亿4700万元，同比上升7%，主要受益于国际业务的推动；受季节性影响，旅游度假业务营业收入环比上升9%。

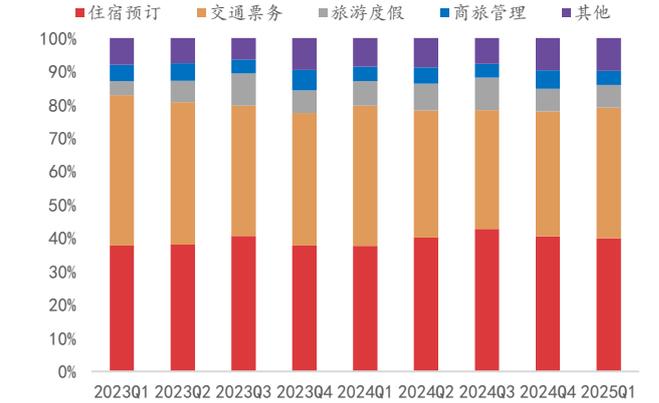
2025年一季度商旅管理业务营业收入为5亿7300万元，同比上升12%；受季节性影响，商旅管理业务营业收入环比下降18%。

图1：携程营收及净利润表现（亿元）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图2：携程营收结构



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

2025年一季度毛利润111亿元，毛利率80.4%，较2024Q1下行0.8pct，毛利润下行主要由于营业成本的增多，2025Q1营业成本为27亿元，同比上升21%；归母净利润43亿元，净利率31.2%，较2024Q1下行5.1pct。

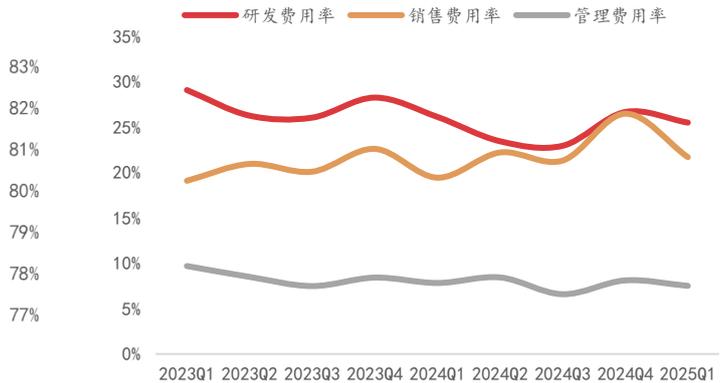
在费用率方面，携程增强海外营销力度，营销费用率较去年同期有所提升，研发和管理费用率均较去年同期有所下行。2025Q1产品研发费用为35亿元，同比上升13%，研发费用率为25.5%，较去年同期下行0.6pct；2025Q1管理费用为10亿元，同比上升11%，管理费用率为7.5%，较去年同期下行0.3pct。20245Q1销售费用为30亿元，同比上升30%，营销费用率为21.7%，较去年同期上行2.3pct，营销费用的增长主要是由于加强营销力度，特别是针对全球业务和品牌知名度的推广。

图3：图表 3：携程毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图4：携程费用率变动情况



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

1.2 国际业务增长可期，AI 赋能增强产品力

携程国际业务板块表现亮眼，增长可期。2025 年一季度携程国际 OTA 平台总预定同比增长超 60%，携程的优势在于提供全链条旅游服务，伴随着营销投放力度加大，携程将继续巩固在亚太市场的重点布局，并成功拓展到新的地区，国际知名度和用户基础不断扩大，有望打开新的增长空间。入境游发展势头强劲，在免签及相关政策不断优化、全球社交媒体推广的助力下，中国对全球旅客的吸引力逐渐增强，携程平台入境游预定同比增长超 100%。此外，国内旅客出境游热情持续恢复，携程平台出境酒店和机票预订均全面超过 2019 年疫情前同期水平的 120%。

携程老友会成效显著，把握代际新机遇。在《一站式 OTA 龙头，出海先行者》一文中我们提到，需要关注人口结构变迁下银发族旅游消费的崛起。携程在 2024 年初推出“携程老友会”计划，以满足 50 岁及以上旅客的需求，目前能够提供超过 7000 种旅游产品、2000 家合作酒店和 4000 个银发族定制的酒店套餐。银发族时间更为灵活，且对服务体验要求更高，携程老友会的设立一方面能够为银发族提供高性价比的产品，另一方面也能够平衡供应商的淡季需求。根据携程 2025Q1 业绩发布会数据，在一季度老友会用户数量和 GMV 均同比增长 100%。

AI 赋能增强产品力，提高服务体验和效率。伴随着 AI 大模型运用的持续深入，携程继续通过 AI 赋能增强其产品力，目前携程 AI 能够伴随从旅行规划到售后服务的全服务流程。根据携程 2025Q1 业绩交流会公布的数据，在旅行规划阶段，携程 AI 助手的平均用户会话持续时长增长约 50%，增强了用户粘性；而在售后阶段，AI 自助服务能够处理 80% 以上的工作，提高了响应效率和用户满意度。

二、盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测与关键假设

国内业务方面，五一假期旅游表现强劲，展现出居民休闲旅游的旺盛热情，旅游消费景气度延续可期。携程提供全面且多样化的旅游产品，针对银发族的老友会及 Z 世代的“展演+X”均已获得成效，未来有望进一步带来差异化增量。

海外业务方面，海外业务营销投放的增加会对短期利润率造成一定影响，但无需过度担忧，海外市场有望打开新增量空间，纯境外业务将持续助力整体营收。入境政策友好的环境下，外国旅客来华热情较高，携程本土化优势显著，增量可期。

我们预计 2025-2027 年住宿预定收入分别为 250.14/279.23/307.45 亿元，同比增速分别为 +15.7%/+11.6%/+10.1%。将受益于出境、纯海外业务持续拓展带动境外酒店预订需求的抬升，以及国内住宿在线化率提升，酒店供给增多下 OTA 议价能力较强。

我们预计 2025-2027 年交通票务收入分别为 230.34/257.32/284.55 亿元，同比增速分别为

+13.5%/+11.7%/+10.6%。交通票务在线化率较高，且佣金率稳定，境内票务将跟随旅游大盘收入增长；而跨境旅游需求有望在国际运力回升下进一步增长，海外票务客单价高且佣金率更高，将带来新增量。

我们预计 2025-2027 年休闲度假收入分别为 56.37/67.64/77.79 亿元，同比增速分别为 +25.0%/+20.0%/+15.0%。休闲度假业务有望受益于跟团游逐渐恢复，以及用户对专属化、定制化产品需求提升。

我们预计 2025-2027 年商旅业务收入分别为 27.52/30.27/33.00 亿元，同比增速分别为 +10.0%/+10.0%/+9.0%。商旅业务有望受益于企业商旅需求恢复，以及出海企业的进一步扩张。其他业务稳步增长，我们预计 2025-2027 收入分别为 54.59/62.77/70.94 亿元，同比增速分别为 +18.0%/+15.0%/+13.0%。

成本方面，毛利率将维持 81%左右，未来随着 AI 赋能持续深入，在效率不断提升的背景下营业成本有望得到改善。费用方面，由于海外业务继续拓展，营销费用预期上行，且 AI 研发投入持续，整体费用将有所上升。

我们预计公司 2025-2027 年实现收入 618.02/696.20/772.56 亿元，同比增速分别为 +16.0%/+12.6%/+11.0%，归母净利润分别为 177.00/205.02/240.85 亿元，同比增速分别为 +3.7%/+15.8%/+17.5%，对应 PE 分别为 18.5X/16.0X/13.6X。

表1：携程集团盈利预测（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
酒店住宿	17,257	21,612	25,014	27,923	30,745
YOY	133.2%	25.2%	15.7%	11.6%	10.1%
交通票务	18,443	20,301	23,034	25,732	28,455
YOY	123.5%	10.1%	13.5%	11.7%	10.6%
旅游度假	3,140	4,336	5,637	6,764	7,779
YOY	294.0%	38.1%	25.0%	20.0%	15.0%
商旅管理	2,254	2,502	2,752	3,027	3,300
YOY	108.9%	11.0%	10.0%	10.0%	9.0%
其他收入	3,468	4,626	5,459	6,277	7,094
营业收入	44,562	53,377	61,895	69,724	77,372
净营业收入	44,510	53,294	61,802	69,620	77,256
YOY	122.1%	19.7%	16.0%	12.6%	11.0%
营业成本	-8,121	-9,990	-11,788	-13,439	-15,051
毛利润	36,389	43,304	50,014	56,181	62,204
毛利率	81.8%	81.3%	80.9%	80.7%	80.5%
研发费用	-12,120	-13,139	-13,906	-15,316	-16,224
销售费用	-9,202	-11,902	-14,524	-16,012	-16,996
管理费用	-3,743	-4,086	-4,573	-5,082	-5,562
营业利润	11,324	14,177	17,012	19,770	23,422
营业利润率	25.4%	26.6%	27.5%	28.4%	30.3%
归母净利润	9,918	17,067	17,700	20,502	24,085
YOY	606.9%	72.1%	3.7%	15.8%	17.5%
净利润率	22.3%	32.0%	28.6%	29.5%	31.2%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

2.2 投资建议

根据 PE 估值法, 选取国际 OTA 及国内同业作为可比公司, 其中包括国内 OTA 平台同程 (专注于下沉市场), 海外的 OTA 龙头 Booking 和 Expedia, 以及全球非标住宿龙头 Airbnb。参考可比公司 2025 年平均 PE 为 22.2X, 携程国内业务优势显著, 海外业务有望贡献新增量, 具备长期配置价值, 携程集团 2025 年目标 PE 21.5X, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 亿元人民币	净利润(亿元人民币)					PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
9961.HK	携程集团-S	3,278.34	170.67	177.00	205.02	240.85	20.0	18.5	16.0	13.6	
行业平均							24.7	22.2	18.7	17.0	
0780.HK	同程旅行	440.74	19.74	26.30	31.84	37.24	19.9	16.8	13.8	11.8	
BKNG.O	BOOKING	12,390.87	422.82	455.71	519.69	559.91	28.0	27.2	23.8	22.1	
EXPE.O	亿客行	1,457.12	88.70	89.71	112.29	/	19.4	16.2	13.0	/	
ABNB.O	爱彼迎	5,661.94	190.35	197.77	234.96	/	31.5	28.6	24.1	/	

资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部 注: 可比公司预测值使用 Wind 一致预期数据

三、风险提示

- (1) **酒店直销竞争加剧:** 酒店行业正处于连锁化率提升的阶段, 连锁酒店直销渠道渗透率超预期抬升, 可能会对 OTA 住宿业务强势地位形成一定冲击。
- (2) **出入境政策风险:** 签证优惠政策推进不及预期, 包括外国对华签证政策变动、以及入境签证政策等, 导致出入境游便利性减弱, 引发出入境游恢复不及预期。
- (3) **运力恢复不及预期:** 航司运力供给不足, 导致跨境游恢复情况不及预期。

财务报告预测与估值数据汇总

财务报表预测

资产负债表(百万人民币)

	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	112,120	147,928	179,485	214,414
现金	48,439	70,698	96,088	124,993
应收账款及票据	12,459	14,764	16,631	18,456
存货	0	0	0	0
其他	51,222	62,466	66,766	70,966
非流动资产	130,461	129,071	127,543	126,043
固定资产	5,053	4,978	4,908	4,838
无形资产	74,429	72,940	71,482	70,052
其他	50,979	51,153	51,153	51,153
资产总计	242,581	276,999	307,028	340,457
流动负债	74,010	91,179	100,520	109,645
短期借款	19,433	19,433	19,433	19,433
应付账款及票据	16,578	19,647	22,398	25,085
其他	37,999	52,099	58,689	65,127
非流动负债	25,089	24,477	24,477	24,477
长期债务	20,134	20,134	20,134	20,134
其他	4,955	4,343	4,343	4,343
负债合计	99,099	115,656	124,997	134,122
普通股股本	6	6	6	6
储备	149,875	167,575	188,077	212,162
归属母公司股东权益	142,550	160,250	180,752	204,837
少数股东权益	932	1,093	1,279	1,498
股东权益合计	143,482	161,343	182,031	206,335
负债和股东权益	242,581	276,999	307,028	340,457

现金流量表(百万人民币)

	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19,625	21,777	23,914	27,351
净利润	17,067	17,700	20,502	24,085
少数股东权益	160	161	186	219
折旧摊销	1,216	1,489	1,459	1,430
营运资金变动及其他	1,182	2,427	1,767	1,617
投资活动现金流	-6,052	2,107	3,082	3,159
资本支出	-591	75	70	70
其他投资	-5,461	2,032	3,012	3,089
筹资活动现金流	-6,710	-1,625	-1,606	-1,606
借款增加	-6,066	0	0	0
普通股增加	-446	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-198	-1,625	-1,606	-1,606
现金净增加额	7,110	22,259	25,390	28,904

利润表(百万人民币)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	53,294	61,802	69,620	77,256
其他收入	0	0	0	0
营业成本	9,990	11,788	13,439	15,051
销售费用	11,902	14,524	16,012	16,996
管理费用	4,086	4,573	5,082	5,562
研发费用	13,139	13,906	15,316	16,224
财务费用	-606	-700	-727	-797
除税前溢利	19,831	20,530	23,509	27,308
所得税	2,604	2,669	2,821	3,004
净利润	17,227	17,861	20,688	24,304
少数股东损益	160	161	186	219
归属母公司净利润	17,067	17,700	20,502	24,085
EBIT	19,225	19,830	22,782	26,511
EBITDA	20,441	21,318	24,240	27,941
EPS (元)	26	25	29	34

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	19.73%	15.96%	12.65%	10.97%
归属母公司净利润	72.08%	3.71%	15.83%	17.48%
获利能力				
毛利率	81.25%	80.93%	80.70%	80.52%
销售净利率	32.02%	28.64%	29.45%	31.18%
ROE	11.97%	11.05%	11.34%	11.76%
ROIC	9.12%	8.59%	9.05%	9.60%
偿债能力				
资产负债率	40.85%	41.75%	40.71%	39.39%
净负债比率	-6.18%	-19.29%	-31.05%	-41.40%
流动比率	1.51	1.62	1.79	1.96
速动比率	1.48	1.56	1.72	1.89
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.24	0.24	0.24
应收账款周转率	4.47	4.54	4.44	4.40
应付账款周转率	0.60	0.65	0.64	0.63
每股指标(元)				
每股收益	26.10	24.81	28.73	33.75
每股经营现金流	28.71	30.52	33.51	38.33
每股净资产	208.55	224.58	253.32	287.07
估值比率				
P/E	19.03	18.54	16.01	13.63
P/B	2.38	2.05	1.82	1.60
EV/EBITDA	16.18	13.94	11.21	8.69

数据来源: 公司公告、麦高证券研究发展部预测, 注: 股价取2025年5月21日收盘价

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同机构采用不同的评级术语及评级标准，我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15% 以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 到 -5% 之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5% 以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 以下。

【分析师承诺】

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，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，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。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信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com