



国际业务营销投入加大，关注长期盈利能力

2025 年 05 月 20 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年一季报。1Q25 公司实现营收 138 亿元/同比+16.2%，归母净利润 43 亿元/同比-0.8%，经调归母净利 42 亿元/同比+3.3%。
- **高基数基础下营收增速保持稳健，国际业务+出境游驱动增长。**1Q25 公司实现营收 138 亿元/同比+16.2%，公司在 1Q24 基数较高的前提下仍保持了较为稳健的增速。分板块来看，1) 住宿预订服务实现营收 55 亿元/同比+23%，国内业务保持稳健的同时由国际业务和出/入境游业务驱动增长；2) 交通票务服务实现营收 54 亿元/同比+8%，出境游机票业务持续领跑市场为公司贡献增量；3) 旅游度假服务实现营收 9 亿元/同比+7%；4) 商旅管理业务实现营收 6 亿元/同比+12%。
- **出入境游增速大幅领先市场，国际平台影响力持续提升。**截至 1Q25，我国国际航班运力已恢复至 2019 年的 83%，公司出境游机酒恢复程度始终稳定在 2019 年同期 120%以上的水平，领跑市场国际航班恢复程度约 40%。国际业务方面，1Q25 国际 OTA 平台营收同比+60%，其中 APP 预定量在国际业务中占比 70%，品牌国际认可度不断增强。另外，在免签政策持续优化基础下各国入境游客同比+40%，公司入境游订单量同比+100%，增幅大幅领先市场，公司平台已成为国际旅客入境旅游的首选平台。
- **营销投入大幅增长，盈利能力短期内承压。**1Q25 公司毛利率为 80.3%/同比-0.8pct。费用方面，1Q25 公司产品研发费用/销售及营销费用/一般行政费用分别为 35 亿元/30 亿元/10 亿元，在营收中占比为 25.5%/21.7%/7.5%，占比同比-0.6pct/+2.3pct/-0.3pct，公司持续加大对国际业务板块的营销和宣传，驱动营销费用率大幅提升，同时降本增效进程良好，AI 旅行助手助力公司运营和服务流程效率提升。1Q25 公司归母净利率为 30.9%/同比-5.3pct，经调归母净利率为 30.2%/同比-3.8pct，营销投入的大幅增长对短期盈利能力造成一定压力。
- **投资建议：**短期利润率下滑主要海外业务营销增长导致，但长期来看，国际业务增量空间较大，同时盈利能力优于国内业务，另外公司持续推进 AI 技术降本增效，经营效率优化，未来利润率有望回升。我们预计 2025-2027 年经调归母净利润 194 亿/216 亿/253 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	62542	71845	80956
收入增长率	20%	17%	15%	13%
经调归母净利润	18,041	19,419	21,583	25,258
利润增速	89.55%	7.64%	11.14%	17.03%
调整后摊薄 EPS(元)	26.39	28.41	31.58	36.95
调整后 PE	16.33	15.17	13.65	11.66

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

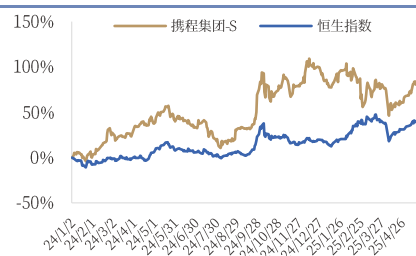
市场数据

2025-05-20

股票代码	9661
H 股收盘价(元, 港币)	505.5
恒生指数	23681.5
总股本(亿股)	7.14
实际流通股(亿股)	7.14
流通 H 股市值(亿元, 港币)	3607

相对指数表现图

2025-05-20



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
2. 【银河社服】5 月投资月报：五一假期数据超预期，需求步入边际改善阶段

附录：

表1：2Q25 营收预测（百万元）

名称	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
住宿预订	4,285	5,589	3,903	4,496	5,136	6,802	5,178	5395	6163
yoy	215.8%	92.5%	131.1%	29.2%	19.9%	21.7%	32.7%	20.0%	20.0%
qoq	23.1%	30.4%	-30.2%	15.2%	14.2%	32.4%	-23.9%	4.2%	11.2%
营收占比	38.1%	40.7%	37.8%	37.8%	40.2%	42.9%	40.6%	38.6%	41.0%
交通票务	4,814	5,367	4,106	5,000	4,871	5,650	4,780	5600	5456
yoy	173.1%	104.6%	86.3%	20.3%	1.2%	5.3%	16.4%	12.0%	12.0%
qoq	15.8%	11.5%	-23.5%	21.8%	-2.6%	16.0%	-15.4%	17.2%	0.7%
营收占比	42.8%	39.1%	39.8%	42.0%	38.1%	35.6%	37.5%	40.1%	36.3%
旅游度假	722	1,328	704	883	1,025	1,558	870	1060	1230
yoy	491.8%	243.2%	329.3%	128.8%	42.0%	17.3%	23.6%	20.0%	20.0%
qoq	87.0%	83.9%	-47.0%	25.4%	16.1%	52.0%	-44.2%	21.8%	29.9%
营收占比	6.4%	9.7%	6.8%	7.4%	8.0%	9.8%	6.8%	7.6%	8.2%
商旅管理	584	591	634	511	633	656	702	562	696
yoy	178.1%	59.7%	128.9%	14.8%	8.4%	11.0%	10.7%	10.0%	10.0%
qoq	31.2%	1.2%	7.3%	-19.4%	23.9%	3.6%	7.0%	-19.9%	21.5%
营收占比	5.2%	4.3%	6.1%	4.3%	5.0%	4.1%	5.5%	4.0%	4.6%
其他	857	876	991	1,031	1,123	1,234	1,238	1380	1493
yoy	52.0%	42.9%	42.2%	38.6%	31.0%	40.9%	24.9%	33.9%	33.0%
qoq	15.2%	2.2%	13.1%	4.0%	8.9%	9.9%	0.3%	11.5%	8.9%
营收占比	7.6%	6.4%	9.6%	8.7%	8.8%	7.8%	9.7%	9.9%	9.9%
营业收入总额	11,262	13,751	10,338	11,921	12,788	15,900	12,768	13,997	15,038
营业税金及附加	-15	-11	-13	-16	-16	-27	-24	-19	-19
营业收入	11,247	13,740	10,325	11,905	12,772	15,873	12,744	13,978	15,020
yoy	180.40%	99.36%	105.39%	29.43%	13.56%	15.52%	23.43%	17.41%	17.6%
qoq	22.28%	22.17%	-24.85%	15.30%	7.28%	24.28%	-19.71%	9.68%	8.6%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	112,120	167,330	228,891	292,699
现金	48,439	92,992	141,797	193,662
应收账款及票据	12,459	15,091	17,156	19,400
存货	0	0	0	0
其他	51,222	59,246	69,938	79,637
非流动资产	130,461	95,923	55,851	17,606
固定资产	5,053	5,002	4,952	4,903
无形资产	74,429	72,940	71,482	70,052
其他	50,979	17,980	-20,583	-57,349
资产总计	242,581	263,252	284,743	310,305
流动负债	74,010	77,753	79,519	81,648
短期借款	19,433	12,878	6,367	-159
应付账款及票据	16,578	21,051	22,516	24,859
其他	37,999	43,824	50,637	56,949
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	102,230	103,996	106,125
普通股股本	6	6	6	6
储备	149,875	167,252	186,793	210,009
归属母公司股东权益	142,550	159,927	179,468	202,684
少数股东权益	932	1,095	1,278	1,496
股东权益合计	143,482	161,022	180,746	204,180
负债和股东权益	242,581	263,252	284,743	310,305

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19,693	19,920	21,516	25,260
净利润	17,067	17,377	19,541	23,216
少数股东权益	160	163	183	218
折旧摊销	851	1,539	1,509	1,479
营运资金变动及其他	1,615	841	283	347
投资活动现金流	-9,332	32,539	34,889	33,961
资本支出	-552	0	0	0
其他投资	-8,780	32,539	34,889	33,961
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	44,553	48,804	51,866

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	62,542	71,845	80,956
其他收入	0	0	0	0
营业成本	9,990	11,814	12,932	14,167
销售费用	11,902	14,690	16,524	17,810
管理费用	4,086	4,766	5,388	5,869
研发费用	13,139	15,366	17,602	19,429
财务费用	-606	-102	-956	-873
除税前溢利	19,831	20,712	23,291	27,672
所得税	2,604	3,172	3,567	4,238
净利润	17,227	17,540	19,724	23,434
少数股东损益	160	163	183	218
归属母公司净利润	17,067	17,377	19,541	23,216
EBIT	19,225	20,610	22,335	26,799
EBITDA	20,076	22,149	23,844	28,278
EPS（元）	26.10	24.35	27.39	32.54
经调归母净利润	18,041	19,419	21,583	25,258
经调 EPS（元）	26.39	28.41	31.58	36.95

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19.73%	17.35%	14.87%	12.68%
归属母公司净利润	72.08%	1.82%	12.45%	18.81%
毛利率	81.25%	81.11%	82.00%	82.50%
销售净利率	32.02%	27.78%	27.20%	28.68%
ROE	11.97%	10.87%	10.89%	11.45%
ROIC	9.12%	9.00%	9.13%	10.12%
资产负债率	40.85%	38.83%	36.52%	34.20%
净负债比率	-8.03%	-37.25%	-63.79%	-85.07%
流动比率	1.51	2.15	2.88	3.58
速动比率	1.51	2.11	2.83	3.53
总资产周转率	0.23	0.25	0.26	0.27
应收账款周转率	4.47	4.54	4.46	4.43
应付账款周转率	0.60	0.63	0.59	0.60
每股收益	26.10	24.35	27.39	32.54
每股经营现金流	28.81	27.92	30.15	35.40
每股净资产	208.55	224.13	251.52	284.05
P/E	20.69	20.76	18.46	15.54
P/B	2.59	2.26	2.01	1.78
EV/EBITDA	17.81	13.58	10.29	6.61
调整后 P/E	16.33	15.17	13.65	11.66

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
行业评级	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
公司评级	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