

25Q1 点评：利润超预期，国际业务维持亮眼增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-23

收盘价（港元）	487.60
近 12 个月最高/最低（港元）	598.0/300.2
总股本（百万股）	714
流通股本（百万股）	714
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	3,479
流通市值（亿港元）	3,479

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1.24Q4 点评：业绩超预期，国际业务维持高速增长 2025-02-28

2.24Q3 点评：利润显著超预期，国际业务高增 2024-11-23

3.24Q2 点评：利润超预期，出境和海外业务驱动业绩增长 2024-08-30

主要观点：

● 25Q1 业绩：

1) 整体：一季度收入录得 138 亿元 (yoy+16%)，略高于彭博一致预期 0.22%；经营利润录得 36 亿元 (margin 为 26%)，高于彭博一致预期 7.34%；经调整净利润录得 42 亿元 (yoy+3%)，高于彭博一致预期 8.99%；

2) 分业务看：住宿预定业务收入 55 亿元 (yoy+23%)，高于彭博一致预期 1.39%；交通票务业务收入 54 亿元 (yoy+8%)，略高于彭博一致预期 0.20%；旅游度假业务收入 9 亿元 (yoy+7%)，低于彭博一致预期 5.90%；商旅管理业务收入 6 亿元 (yoy+12%)，高于彭博一致预期 4.36%；其他业务收入 14 亿元 (yoy+33%)，略低于于彭博一致预期 0.96%；

● 免签政策利好驱动，出境和海外业务高增长

1) 海外业务：25Q1 海外 OTA 平台预定量同比增长 60%，入境旅游预定量同比增长超 100%，主要得益于携程在海外市场的战略布局与投入以及免签政策利好驱动。一季度全国入境人次同比激增 40.2%，其中 75% 的客源来自免签地区，特别是来自韩国、泰国、马来西亚和印度尼西亚等免签国家的酒店订单，增幅达 240% 以上，从政策层面来看，2024 年 12 月中国推出的 240 小时过境免签政策，已将涵盖国扩大至 54 国，并开放 60 个出入境口岸。

2) 出境业务：出境酒店和机票预定量已全面超过 2019 年同期 120% 水平，除免签政策驱动外，也受益于运力的有序恢复。今年一季度，大陆的跨境航班运力已恢复至 2019 年的 83%-84% 水平，根据 CAAC 预测，今年底将恢复至 2019 年的 90%。

● 二季度国内酒店 ADR 降幅有所收窄，价格趋稳

一季度酒店 ADR 同比下降高个位数，而进入二季度后，ADR 降幅有所收窄，五一假期期间酒店 ADR 仅出现低个位数下降。随着出行需求增长以及供给侧正常化，酒店价格有望维持稳定。

● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入为 614/685/765 亿元（前值为 612/685/767 亿元），实现同比+15%/+12%/+12%；预计 2025 /2026 /2027 年实现经调整净利润 187/218/247 亿元（前值为 199.6 /228.1 /250.2 亿元），实现同比+3%/+16%/+14%，维持“买入”评级。

● 风险提示

旅游需求恢复不及预期；航空运力恢复不及预期；宏观经济风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53,377	61,448	68,543	76,454
收入同比 (%)	20%	15%	12%	12%
经调整净利润	18,073	18,702	21,769	24,711
经调整净利润同比	38%	3%	16%	14%
P/E	18.5	17.9	15.4	13.5
EPS (元)	26.5	27.2	31.1	34.8

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	51,093	79,251	94,922	115,943	营业收入	53,377	61,448	68,543	76,454
应收账款及票据	12,459	12,757	16,578	15,456	销售税	-83	-97	-69	-76
短期投资	28,475	29,636	39,045	39,045	营业成本	-9,990	-11,332	-12,648	-14,108
预付款及其他资产	20,093	12,749	12,749	12,749	毛利润	43,304	50,019	55,826	62,270
流动资产合计	112,120	134,393	163,293	183,193	产品研发	-13,139	-15,138	-16,450	-17,584
固定资产及在建工程	5,053	4,223	3,660	3,190	销售费用	-11,902	-14,863	-15,079	-16,820
无形资产及其他	74,506	72,898	72,898	72,898	管理费用	-4,086	-4,679	-5,219	-5,821
其他非流动资产	50,902	51,355	52,589	52,702	营业利润	14,177	15,340	19,078	22,045
非流动资产合计	130,461	128,476	129,147	128,790	利息收入	2,341	2,200	2,742	3,058
资产合计	242,581	262,869	292,440	311,983	财务费用	-1,735	-1,200	-2,056	-2,294
短期借款	19,433	27,759	29,805	31,482	其他收入	2,220	400	200	200
应付账款	16,578	29,261	30,463	27,802	利润总额	17,003	16,740	19,963	23,009
客户预付款	18,029	18,029	18,029	18,029	所得税	-2,604	-2,094	-2,056	-2,294
其他流动负债	19,970	19,970	19,970	19,970	联营公司损益	2,828	2,000	1,714	1,758
流动负债合计	74,010	95,019	98,268	97,282	净利润	17,227	16,646	19,621	22,474
长期借款	20,134	27,485	32,975	39,564	少数股东损益	-160	-126	-196	-225
其他非流动负债	4,955	4,256	4,257	4,258	归母净利润	17,099	16,538	19,424	22,250
非流动负债合计	25,089	31,741	37,232	43,822	经调整净利润	18,073	18,702	21,769	24,711
负债合计	99,099	126,760	135,500	141,104					
普通股东权益	141,807	135,373	156,203	170,140					
少数股东权益	932	736	737	738					
股东权益合计	142,739	136,109	156,940	170,878					
负债及股东权益合计	242,581	262,869	292,440	311,983					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	17,227	16,646	19,621	22,474	回报率				
折旧和摊销	950	827	801	819	净资产收益率	12.7%	13.8%	13.9%	14.5%
营运资本变动	7,954	-298	-	1,122	ROA	7.5%	7.1%	7.4%	7.9%
股权激励	2,135	2,876	2,923	3,299	ROIC	9.9%	9.8%	9.9%	10.2%
其他	-128	-108	-196	-224	增长率				
经营活动现金流	28,138	19,942	23,149	27,490	收入增长率	19.8%	15.1%	11.5%	11.5%
资本开支	-355	-270	-237	-350	利润增长率	38.3%	3.5%	16.4%	13.5%
其他	-2,656	-3,370	-4,234	-3,112	总资产增长率	10.7%	8.4%	11.2%	6.7%
投资活动现金流	-3,011	-3,640	-4,470	-3,462	资产管理能力				
偿还长期贷款	-3,000	-3,000	-3,000	-2,999	应收周转天数	85.2	75.8	88.3	73.8
其他	-25	-17	-7	-7	应付周转天数	113.4	173.8	162.2	132.7
筹资活动现金流	-3,025	-3,017	-3,007	-3,006	总资产周转率	0.22	0.23	0.23	0.25
现金净增加额	22,102	13,286	15,671	21,021	偿债能力				
					资产负债率	40.9%	48.2%	46.3%	45.2%
					流动比率	1.5	1.4	1.7	1.9

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（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，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。