



国际业务增速可观，短期营销投入小幅影响盈利能力

2025 年 08 月 28 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年第二季度业绩公告。2Q25 公司实现营收 148 亿元/同比+16.2%，实现归母净利润 48 亿元/同比+26.4%，实现经调归母净利 60 亿元/同比+0.5%。
- **国际业务+出境游驱动业务持续增长，国内酒店业务韧性十足。**2Q25 公司实现营收 148 亿元/同比+16.2%，增速与 1Q25 基本保持持平，1H25 业务增速保持稳定。分板块来看，1) 住宿预订业务实现营收 62 亿元/同比+21.2%，除出境游和国际业务的强势增长外，公司国内酒店业务仍具韧性，增速远超市场平均水平；2) 交通票务实现营收 54 亿元/同比+10.8%，出境和国际票为主要驱动因素；3) 旅游度假服务实现营收 11 亿元/同比+5.3%；4) 商旅管理业务实现营收 7 亿元/同比+9.3%。
- **公司大力发展入境游旅客服务，国际平台增速可观。**2Q25 公司国际业务保持强劲增速，国际 OTA 平台 Trip.com 2Q25 预订量同比+60%，其中入境游预订量同比+100%，远超 1H25 全国范围内入境游旅客同比+30%的增速。公司加大对入境游游客的服务力度，报告期内于北京机场开设首个入境游服务中心，同时在供给端为酒店配套 AI 工具，使酒店可为入境游客户提供 26 种语言翻译和服务，未来 3 年预计与 20 万家酒店达成合作，实现合作酒店入境游订单年均 100% 的增长。出境游方面，公司持续领先市场，机酒预订量保持 2019 年同期 120% 的水平。
- **国际业务投入下盈利能力短期承压，费用率上涨幅度有所放缓。**2Q25 公司毛利率为 81.0%/同比-0.9pct。费用率方面，2Q25 公司产品研发费用率/销售及营销费用率/一般行政费用率分别为 23.6%/22.4%/7.4%，同比+0.1pct/+0.2pct/-1.0pct，公司持续加大国际业务的扩张和宣传力度导致营销费用率小幅提升，但增速较 1Q25 的同比+2.3pct 有所收窄。2Q25 公司归母净利率为 32.6%/同比+2.6pct，扣非归母净利率为 33.8%/同比-5.3pct，主要受毛利率下降和营销投入增加影响。
- **投资建议：**短期利润率下滑主要系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，配合入境游服务持续完善，预计未来利润仍有待释放，同时公司持续对 AI 进行投入，经营效率和服务质量有所提升，长期来看利润率有望回升。我们预计 2025-2027 年经调归母净利润 188 亿/219 亿/254 亿元，当前股价对应调整后 PE 为 19X/16X/14X，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	62105	71068	79930
收入增长率	20%	17%	14%	12%
经调归母净利润	18,041	18,783	21,879	25,433
利润增速	89.55%	4.11%	16.48%	16.25%
调整后摊薄 EPS(元)	26.39	27.48	32.01	37.21
调整后 PE	19.51	18.74	16.09	13.84

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

研究助理：邱爽

✉：qiushuang_yj@chinastock.com.cn

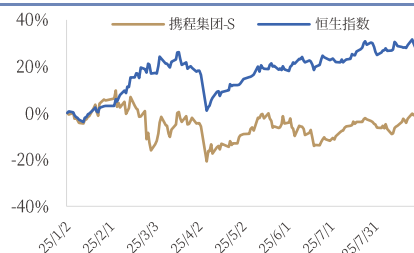
市场数据

2025-08-28

股票代码	9661
H 股收盘价(元, 港币)	552
恒生指数	24998.82
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)	3939

相对指数表现图

2025-08-28



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】公司点评：同程旅行 (0780.HK)：精细化运营成效显著，利润率有望持续上行

附录：

表1：2Q25 营收预测（百万元）

名称	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
住宿预订	5,589	3,903	4,496	5,136	6,802	5,178	5541	6225	8298
yoy	92.5%	131.1%	29.2%	19.9%	21.7%	32.7%	23.2%	21.2%	22.00%
qoq	30.4%	-30.2%	15.2%	14.2%	32.4%	-23.9%	7.0%	12.3%	33.31%
营收占比	40.7%	37.8%	37.8%	40.2%	42.9%	40.6%	40.1%	41.9%	44.8%
交通票务	5,367	4,106	5,000	4,871	5,650	4,780	5418	5397	6215
yoy	104.6%	86.3%	20.3%	1.2%	5.3%	16.4%	8.4%	10.8%	10.00%
qoq	11.5%	-23.5%	21.8%	-2.6%	16.0%	-15.4%	13.3%	-0.4%	15.16%
营收占比	39.1%	39.8%	42.0%	38.1%	35.6%	37.5%	39.2%	36.4%	33.5%
旅游度假	1,328	704	883	1,025	1,558	870	947	1079	1714
yoy	243.2%	329.3%	128.8%	42.0%	17.3%	23.6%	7.2%	5.3%	10.00%
qoq	83.9%	-47.0%	25.4%	16.1%	52.0%	-44.2%	8.9%	13.9%	58.83%
营收占比	9.7%	6.8%	7.4%	8.0%	9.8%	6.8%	6.8%	7.3%	9.2%
商旅管理	591	634	511	633	656	702	573	692	722
yoy	59.7%	128.9%	14.8%	8.4%	11.0%	10.7%	12.1%	9.3%	10.00%
qoq	1.2%	7.3%	-19.4%	23.9%	3.6%	7.0%	-18.4%	20.8%	4.28%
营收占比	4.3%	6.1%	4.3%	5.0%	4.1%	5.5%	4.1%	4.7%	3.9%
其他	876	991	1,031	1,123	1,234	1,238	1371	1471	1616
yoy	42.9%	42.2%	38.6%	31.0%	40.9%	24.9%	33.0%	31.0%	30.99%
qoq	2.2%	13.1%	4.0%	8.9%	9.9%	0.3%	10.7%	7.3%	9.88%
营收占比	6.4%	9.6%	8.7%	8.8%	7.8%	9.7%	9.9%	9.9%	8.7%
营业收入总额	13,751	10,338	11,921	12,788	15,900	12,768	13,850	14,864	18,565
营业税金及附加	-11	-13	-16	-16	-27	-24	-20	-21	-32
营业收入	13,740	10,325	11,905	12,772	15,873	12,744	13,830	14,843	18,534
yoy	99.36%	105.39%	29.43%	13.56%	15.52%	23.43%	16.17%	16.2%	16.76%
qoq	22.17%	-24.85%	15.30%	7.28%	24.28%	-19.71%	8.52%	7.3%	24.86%

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	167,586	228,946	292,632
现金	48,439	93,538	142,365	194,273
应收账款及票据	12,459	14,986	16,971	19,154
存货	0	0	0	0
其他	51,222	59,062	69,611	79,205
非流动资产	130,461	95,831	55,759	17,514
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	17,888	-20,675	-57,441
资产总计	242,581	263,417	284,705	310,146
流动负债	74,010	77,410	78,729	80,611
短期借款	19,433	12,878	6,367	-159
应付账款及票据	16,578	21,014	22,272	24,544
其他	37,999	43,518	50,090	56,227
非流动负债	25,089	24,700	24,700	24,700
长期债务	20,134	20,134	20,134	20,134
其他	4,955	4,566	4,566	4,566
负债合计	99,099	102,110	103,429	105,311
普通股股本	6	6	6	6
储备	149,875	167,536	187,323	210,664
归属母公司股东权益	142,550	160,211	179,998	203,339
少数股东权益	932	1,096	1,279	1,496
股东权益合计	143,482	161,307	181,277	204,835
负债和股东权益	242,581	263,417	284,705	310,146

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19,693	20,863	21,647	25,392
净利润	17,067	17,661	19,787	23,341
少数股东权益	160	164	183	217
折旧摊销	851	1,539	1,509	1,479
营运资金变动及其他	1,615	1,499	168	355
投资活动现金流	-9,332	31,879	34,584	33,740
资本支出	-552	0	0	0
其他投资	-8,780	31,879	34,584	33,740
筹资活动现金流	-5,389	-7,644	-7,404	-7,223
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	-1,089	-893	-697
其他	-947	0	0	0
现金净增加额	7,110	45,099	48,827	51,909

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	62,105	71,068	79,930
其他收入	0	0	0	0
营业成本	9,990	11,793	12,792	13,988
销售费用	11,902	14,014	15,444	17,025
管理费用	4,086	4,642	5,330	5,795
研发费用	13,139	15,198	17,412	19,183
财务费用	-606	-607	-604	-727
除税前溢利	19,831	20,793	23,326	27,563
所得税	2,604	3,184	3,572	4,221
净利润	17,227	17,609	19,754	23,342
少数股东损益	160	164	183	217
归属母公司净利润	17,067	17,661	19,787	23,341
EBIT	19,225	20,187	22,723	26,837
EBITDA	20,076	21,726	24,231	28,316
EPS（元）	26.10	24.75	27.73	32.71
经调归母净利润	18,041	18,783	21,879	25,433
经调 EPS（元）	26.39	27.48	32.01	37.21

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19.73%	16.53%	14.43%	12.47%
归属母公司净利润	72.08%	3.48%	12.03%	17.97%
毛利率	81.25%	81.01%	82.00%	82.50%
销售净利率	32.02%	28.44%	27.84%	29.20%
ROE	11.97%	11.02%	10.99%	11.48%
ROIC	9.12%	8.80%	9.26%	10.11%
资产负债率	40.85%	38.76%	36.33%	33.96%
净负债比率	-6.18%	-37.52%	-63.92%	-85.09%
流动比率	1.51	2.16	2.91	3.63
速动比率	1.48	2.12	2.86	3.57
总资产周转率	0.23	0.25	0.26	0.27
应收账款周转率	4.47	4.53	4.45	4.43
应付账款周转率	0.60	0.63	0.59	0.60
每股收益	26.10	24.75	27.73	32.71
每股经营现金流	28.81	29.24	30.34	35.59
每股净资产	208.55	224.53	252.26	284.97
P/E	20.69	22.30	19.91	16.87
P/B	2.59	2.46	2.19	1.94
EV/EBITDA	17.94	15.34	11.47	7.75
调整后 P/E	19.51	18.74	16.09	13.84

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