

携程集团-S (09961.HK)

优于大市

经营利润增速环比提升，50 亿美元回购计划彰显积极姿态

核心观点

2025Q2 收入增速环比稳定，主业利润增速环比提升。2025Q2 公司收入 148.4 亿元/+16.2%，环比 Q1 增速 16.2%稳定，好于彭博预期的 14.7%；Non-GAAP 归母净利润 50.1 亿元/+0.6%，对应利润率为 33.8%/-5.3pct。其中主业相关的经调整 EBITDA 为 48.8 亿元/+10.0%，环比 Q1 增速 6.9%提升，好于彭博预期的 1.5%，对应利润率为 32.9%/-1.9pct。总体上，今年以来海外投入及占比提升带来利润率同比回落，但公司凭借优异执行力带来业绩超预期表现。

收入拆分：国内酒店与出境业务继续提升份额，Trip.com 快速扩张。2025Q2 公司住宿预订收入 62.3 亿元/+21.2%，交通票务收入 54.0 亿元/+10.8%，旅游度假收入 10.8 亿元/+5.3%，商旅管理收入 6.9 亿元/+9.3%，其他收入 14.7 亿元/+31.0%。分区域看：1) 估算 Q2 国内收入同比增长超 10%，环比 Q1 略有提速，其中酒店间夜增速维持超 15%增长，按酒店之家估算行业增速为 8%，休闲旅游延续好于商旅，叠加公司积极把握老友会银发群体、年轻人展演+酒店等趋势，国内酒店份额继续提升；价格受行业供给扩张影响同比预计下滑低个位数；平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳，预计同比增长低个位数。2) 估算 Q2 出境收入增长超 10%，其中机酒预定量恢复超 120%，比行业运力快 30-40%，伴随运力增加机票价格同比回落。3) 国际平台收入增长预计超 30%，其中 Trip.com 平台机酒预定量增长超 60%，入境游增长约 100%。此外，其他收入增速良好，预计主要系广告与金融服务收入增长向好有关。

盈利拆分：国际平台处于投资周期利润仍待释放，国内持续优化利润率水平。随着 Trip.com 扩大规模，使得毛利率受结构性影响回落，同时相关人员成本和费用提升，Q2 公司毛利率同比-0.9pct，研发与管理费用同比增长 18.3%；年初公司预计全年增加投放至 23-24%，考虑针对海外用户出游节奏灵活调整营销力度且国内竞争格局稳定下费率优化，Q2 销售费率 22.1%/+0.3pct。

年初至今已回购 4 亿美元，新增不限期限的 50 亿美元回购计划。截止 8.27 公司已完成年初授权的 4 亿美元回购额度，共回购约 700 万股 ADS，占年初总股本约 1%。此外，公司于 2025 年 7 月出售 MakeMyTrip 部分股权，持股比例从 45%以上降至 16.9%，交易对价为 30 亿美元。基于该项交易及公司海外现金头寸，公司董事会新批准 50 亿美元不限定期限的回购计划，每年回购底线是至少对冲约 1.5 个点由股权激励带来的摊薄。

风险提示：消费复苏不及预期，行业价格压力增加，国际市场竞争加剧等

投资建议：考虑公司国内主站效率持续优化及海外投放 ROI 维持良好带来连续两个季度利润率超预期表现，我们略上调公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润为 185/212/245 亿元（此前为 182/209/244 亿元），对应动态 PE 为 20/18/15x。公司凭借完善的产品供给与优质服务，国内主站基本盘稳健且护城河深厚，份额还在持续增加，利润率有望逐步优化。同时把握出海发展窗口期及入境政策红利，国际平台以规模为先战略下保持较快扩张，已经逐步在多个区域得到验证，带动总体收入维持 15%以上增速，需耐心等待分部利润释放。此外，公司大额回购计划与常规股息安排彰显股东回报端积极姿态，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	578.00 港元
总市值/流通市值	412428/412428 百万港元
52 周最高价/最低价	595.02/359.00 港元
近 3 个月日均成交额	1215.82 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《携程集团-S (09961.HK)——一季度业绩稳健增长，海外增加投入且保持营销策略灵活度》——2025-05-21
《携程集团-S (09961.HK)——国际业务提速增长，拟增加投资蓄力海外长跑》——2025-02-28
《携程集团-S (09961.HK)——2025 乘政策东风，旅游龙头高质量进阶》——2025-01-21
《携程集团-S (09961.HK)——国内旺季经营优异，国际业务蓄力成长》——2024-11-21
《携程集团-S (09961.HK)——二季度经调净利润同比增长 45%，经营效能再次验证》——2024-08-28

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44,510	53,294	61,635	71,178	82,022
(+/-%)	122.1%	19.7%	15.7%	15.5%	15.2%
经调整净利润(百万元)	13071	18041	18473	21194	24534
(+/-%)	910.1%	38.0%	2.4%	14.7%	15.8%
每股收益(元)	18.32	25.28	26.55	30.46	35.27
EBIT Margin	24.6%	26.0%	24.8%	25.2%	26.1%
净资产收益率(ROE)	8.1%	12.0%	15.6%	10.1%	10.7%
市盈率(PE)	29.4	21.3	20.3	17.7	15.3
EV/EBITDA	43.2	34.8	31.4	27.6	23.8
市净率(PB)	3.15	2.70	2.22	1.99	1.78

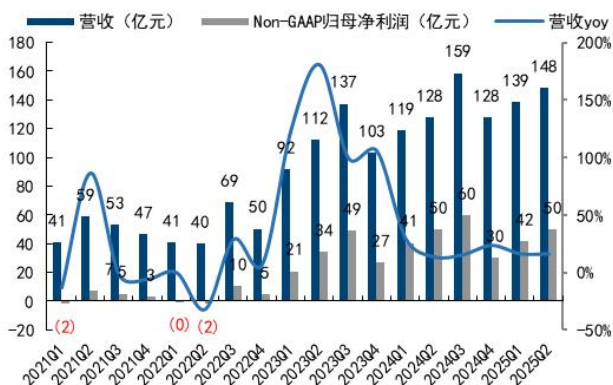
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2025Q2 收入增速环比稳定，主业利润增速环比提升。2025Q2 公司收入 148.4 亿元/+16.2%，环比 Q1 增速 16.2%稳定，好于彭博预期的 14.7%；Non-GAAP 归母净利润 50.1 亿元/+0.6%，对应利润率为 33.8%/-5.3pct。其中主业相关的经调整 EBITDA 为 48.8 亿元/+10.0%，环比 Q1 增速 6.9%提升，好于彭博预期的 1.5%，对应利润率为 32.9%/-1.9pct。总体上，今年以来海外投入及占比提升带来利润率同比回落，但公司凭借优异执行力带来业绩超预期表现。

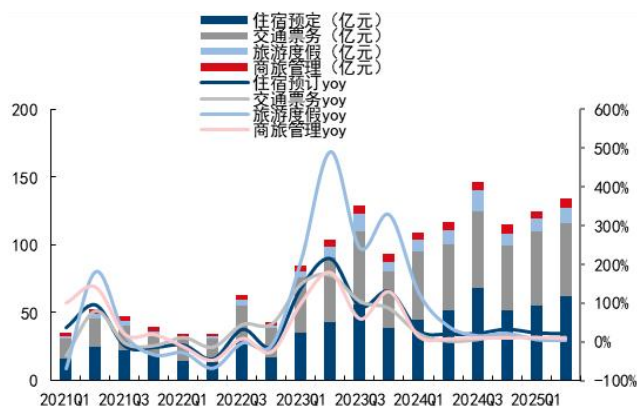
收入拆分：国内酒店与出境游业务继续提升份额，Trip.com 快速扩张。2025Q2 公司住宿预订收入 62.3 亿元/+21.2%，交通票务收入 54.0 亿元/+10.8%，旅游度假收入 10.8 亿元/+5.3%，商旅管理收入 6.9 亿元/+9.3%，其他收入 14.7 亿元/+31.0%。分区域看：1) 估算 Q2 国内收入同比增长超 10%，环比 Q1 略有提速，其中酒店间夜增速维持超 15% 增长，按酒店之家估算行业增速为 8%，休闲旅游延续好于商旅，叠加公司积极把握老友会银发群体、年轻人展演+酒店等趋势，国内酒店份额继续提升；价格受行业供给扩张影响同比预计下滑低个位数；平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳，预计同比增长低个位数。2) 估算 Q2 出境收入增长超 10%，其中机酒预定量恢复超 120%，比行业运力快 30-40%，伴随运力增加机票价格同比回落。3) 国际平台收入增长预计超 30%，其中 Trip.com 平台机酒预定量增长超 60%，入境游增长约 100%。此外，其他收入增速良好，预计主要系广告与金融服务收入增长向好有关。

图1：携程集团季度收入及 Non-GAAP 业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：携程集团季度业务拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利拆分：国际平台处于投资周期利润仍待释放，国内持续优化利润率水平。随着 Trip.com 扩大规模，使得毛利率受结构性影响回落，同时相关人员成本和费用提升，Q2 公司毛利率同比-0.9pct，研发与管理费用同比增长 18.3%；年初公司预计全年增加投放至 23-24%，考虑针对海外用户出游节奏灵活调整营销力度且国内竞争格局稳定下费率优化，Q2 销售费率 22.1%/+0.3pct。

年初至今已回购 4 亿美元，新增不限期限的 50 亿美元回购计划。截止 8.27 公司已完成年初授权的 4 亿美元回购额度，共回购约 700 万股 ADS，占年初总股本约 1%。此外，公司于 2025 年 7 月出售 MakeMyTrip 部分股权，持股比例从 45% 以上降至 16.9%，交易对价为 30 亿美元。基于该项交易及公司海外现金头寸，公司董事会新批准 50 亿美元不限定期限的回购计划，每年回购底线是至少对冲约 1.5 个点由股权激励带来的摊薄。

风险提示：消费复苏不及预期，行业价格压力增加，国际市场竞争加剧等

投资建议：考虑公司国内主站效率持续优化及海外投放 ROI 维持良好带来连续两个季度利润率超预期表现，我们略上调公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润为 185/212/245 亿元（此前为 182/209/244 亿元），对应动态 PE 为 20/18/15x。公司凭借完善的产品供给与优质服务，国内主站基本盘稳健且护城河深厚，份额还在持续增加，稳定格局

下利润率有望逐步提升。同时把握出海发展窗口期及入境政策红利，国际平台以规模为先战略下保持较快扩张，已经逐步在多个区域得到验证，带动总体收入维持 15%以上增速，耐心等待分部利润释放。此外，公司大额回购计划与常规股息安排彰显股东回报端积极姿态，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值（亿）		EPS			PE			投资评级	
		2025-8-31	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E		27E
9961. HK	携程集团-s	3,844	25.3	26.6	30.5	35.3	21	20	18	15	优于大市
0780. HK	同程旅行	479	1.2	1.4	1.7	2.0	16	14	12	10	优于大市
BKNG. O	Booking	1,815	187	220	257	297	30	25	22	19	无评级
ABNB. O	Airbnb	811	4.1	4.3	4.8	5.5	32	30	27	24	无评级
EXPE. O	Expedia	267	12.1	14.4	16.9	20.0	18	15	13	11	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 注：EPS 均为经调整后口径，Booking、Airbnb、Expedia 来自彭博一致预期；携程集团与同程旅行单位为人民币，其余单位为美元

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	41592	48439	69352	84331	104337	营业收入	44510	53294	61635	71178	82022
应收款项	26046	32552	43567	52263	58202	营业成本	8121	9990	11912	13934	16082
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3346	2654	5979	6904	8202	销售费用	9202	11902	14667	17065	19731
流动资产合计	88732	112120	148796	179376	213795	管理费用	16222	17535	19764	22240	24794
固定资产	5142	5053	5030	4971	4876	财务费用	(23)	(606)	(466)	(969)	(1457)
无形资产及其他	72577	74429	73982	73539	73097	投资收益	1072	2828	13526	1704	1907
投资性房地产	3344	3785	3785	3785	3785	资产减值及公允价值变动	(667)	2220	0	0	0
长期股权投资	49342	47194	47194	47244	47294	其他收入	1247	310	1570	1603	1636
资产总计	219137	242581	278787	308915	342848	营业利润	12640	19831	30853	22215	26416
短期借款及交易性金融负债	25857	19433	20405	21425	22496	营业外净收支	(888)	0	700	600	600
应付款项	18497	18695	21218	24919	28428	利润总额	11752	19831	31553	22815	27016
其他流动负债	28057	35882	42205	48589	55411	所得税费用	1750	2604	5048	3650	4323
流动负债合计	72411	74010	83828	94933	106335	少数股东损益	84	160	(68)	(81)	(96)
长期借款及应付债券	19099	20134	20134	20134	20134	经调整归属于母公司净利润	13071	18041	18473	21194	24534
其他长期负债	4621	4955	4975	4995	5025	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	23720	25089	25109	25129	25159	净利润	13071	18041	18473	21194	24534
负债合计	96131	99099	108937	120062	131494	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	822	932	864	783	687	折旧摊销	817	851	970	1003	1036
股东权益	122184	142550	168986	188070	210667	公允价值变动损失	667	(2220)	0	0	0
负债和股东权益总计	219137	242581	278787	308915	342848	财务费用	(23)	(606)	(466)	(969)	(1457)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	6485	2102	(5473)	483	3124
每股收益	18.32	25.28	26.55	30.46	35.27	其它	(3069)	(814)	7895	(2191)	(2033)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	17971	17960	21865	20489	26660
每股净资产	171.24	199.78	242.90	270.33	302.81	资本开支	0	(2672)	(500)	(500)	(500)
ROIC	10%	12%	12%	15%	18%	其它投资现金流	7797	(10727)	(1424)	(5980)	(7176)
ROE	8%	12%	16%	10%	11%	投资活动现金流	8632	(11251)	(1924)	(6530)	(7726)
毛利率	82%	81%	81%	80.42%	80%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	26%	25%	25%	26%	负债净变化	5922	1035	0	0	0
EBITDA Margin	26%	28%	26%	27%	27%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	122%	20%	16%	15%	15%	其它融资现金流	(13855)	(1932)	972	1020	1071
净利润增长率	910%	38%	2%	15%	16%	融资活动现金流	(2011)	138	972	1020	1071
资产负债率	44%	41%	39%	39%	39%	现金净变动	24592	6847	20913	14979	20006
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	17000	41592	48439	69352	84331
P/E	29.4	21.3	20.3	17.7	15.3	货币资金的期末余额	41592	48439	69352	84331	104337
P/B	3.1	2.7	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	16634	12327	7841	16055	21649
EV/EBITDA	43	35	31	28	24	权益自由现金流	8721	11957	9204	17889	23944

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032