

国际业务强劲增长，2025Q2 业绩向好

携程集团-S (09961.HK) 2025Q2 业绩点评

● 核心观点

携程 2025Q2 业绩表现亮眼，国际业务强劲增长。今年以来，受益于旅游需求稳健增长，特别是节假日期间表现突出，携程主营业务营收稳健增长。2025Q2 公司净营业收入 148 亿元，同比增长 16%；净利润 49 亿元，同比增长 26%。交通、住宿板块业务仍是公司主营业务的核心驱动，其中出境和国际酒店预订仍然强劲，国内酒店预订保持韧性且增速优于整体市场；出境机票预定量显著增长并优于行业大盘，国际航空预定继续快速增长。

携程国际业务板块呈现强劲的增长态势。国际 OTA 平台总预定同比增长超 60%，亚太地区 (APAC) 贡献显著，其中移动端仍是核心增长驱动力，目前已占总预订量的 70%。入境游预订同比增长超 100%，主要由韩国和东南亚两大核心客源市场的需求推动。国内旅客出境游热情持续恢复，携程平台出境酒店及机票预订超过 2019 年同期 120% 水平，日本仍是中国出境游客的首选目的地，东南亚市场需求依旧稳健，长线目的地关注度上升。

携程老友会、展演+持续发力，把握代际新机遇。根据携程 2025Q2 业绩发布会，二季度老友会用户数量及 GMV 自 2024 年末以来均增长超 100%，反映银发族游客的参与度与购买力持续上升。携程老友会产品也在不断丰富，除了观光外，还开发一系列主题旅游产品。此外，携程“展演+”产品持续吸引年轻游客群体。2025 年第二季度，受演唱会等娱乐活动热度上升，该板块收入同比增长超 100%。

盈利预测和投资建议：居民休闲旅游的热情延续，旅游消费景气度延续可期。携程提供多样化、定制化的旅游产品，未来有望进一步带来差异化增量。携程国际业务持续发力，海外市场有望打开新增量空间。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 618.19/ 713.48/810.21 亿元，同比增速+16.0%/+15.4%/+13.6%，归母净利润分别为 177.07/203.92/238.07 亿元，同比增速分别为 +3.7%/+15.2%/+16.7%，对应 PE 分别为 21.4X/18.6X/15.9X。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 22.5X，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

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53294	61819	71348	81021
(+/-) (%)	19.73	16.00	15.41	13.56
归母净利润	17067	17707	20392	23807
(+/-) (%)	72.08	3.75	15.17	16.75
EPS (元/股)	23.92	24.82	28.58	33.37
P/E	22.23	21.43	18.61	15.94

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部 注：数据截至 2025 年 8 月 29 日

证券研究报告

股票代码 09961.HK

公司评级 买入

评级变动 维持

收盘价 576.00

目标价 606.90

近 1 年股价走势



分析师

钟奕昕 S0650524030001

联系邮箱：zhongyixin@mgzq.com

相关研究

正文目录

一、 国际业务板块强劲增长，跨境游表现亮眼	3
1.1 旅游市场韧性较强，营业收入持续增长	3
1.2 国际业务强劲增长，AI 持续赋能旅游产品	4
二、 盈利预测与投资建议	4
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： 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

一、国际业务板块强劲增长，跨境游表现亮眼

1.1 旅游市场韧性较强，营业收入持续增长

今年以来，受益于旅游需求稳健增长，特别是节假日期间表现突出，携程主营业务营收稳健增长。2025 年二季度，公司净营业收入为 148 亿元，同比增长 16%，环比增长 7%；净利润 49 亿元，同比增长 26%，主要得益于旅游消费需求的持续强劲。

交通、住宿板块业务仍是公司主营业务的核心驱动。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：

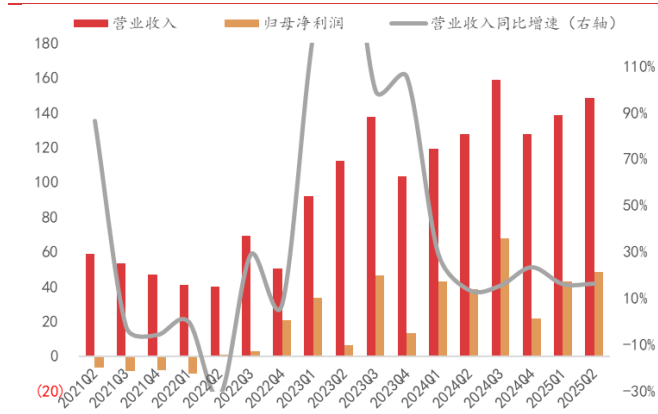
2025 年二季度住宿预订营业收入为 62 亿元，同比上升 21%，出境和国际酒店预订仍然强劲，国内酒店预订保持韧性且增速优于整体市场；得益于强劲的旅游需求和节假日的突出表现，住宿预订营业收入环比上升 12%。

2025 年二季度交通票务营业收入为 54 亿元，同比上升 11%，环比基本持平，出境机票预定量显著增长并优于行业大盘，国际航空预定继续快速增长。

2025 年二季度旅游度假业务营业收入为 11 亿元，同比上升 5%，主要受益于国际旅游产品的持续扩张；得益于强劲的旅游需求和节假日的突出表现，旅游度假业务收入环比上升 14%。

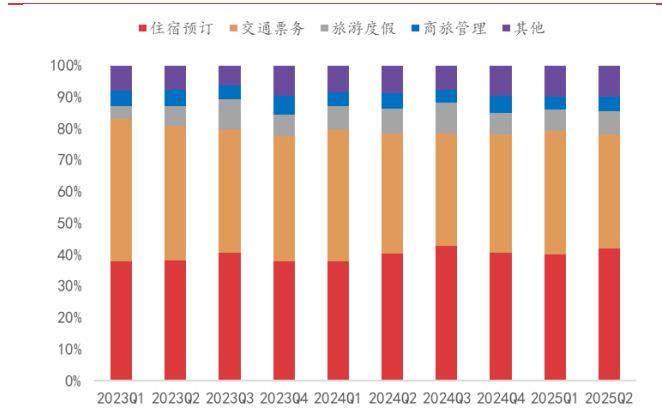
2025 年二季度商旅管理业务营业收入为 6 亿 9200 万元，同比上升 9%，环比上升 21%，整体与季节性趋势相一致。

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

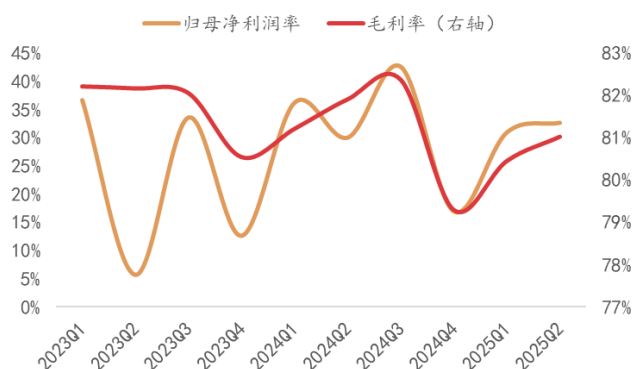


资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

2025 年二季度毛利润 120.25 亿元，毛利率 81.0%，较 2024Q2 下行 0.9pct，2025 年二季度营业成本为 28.18 亿元，同比上升 22%；归母净利润 48.46 亿元，归母净利润率 32.6%，较 2024Q2 上行 2.6pct。

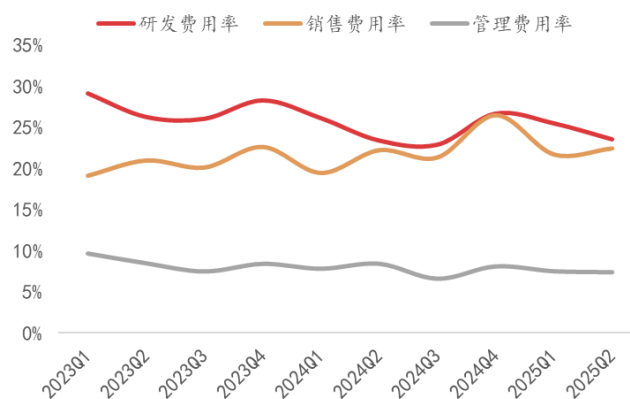
在费用率方面，携程增强海外营销力度，营销费用率较去年同期小幅提升，管理费用率则较去年同期有所下行。2025Q2 产品研发费用为 35.00 亿元，同比上升 17%，研发费用率为 23.6%，较去年同期上行 0.1pct；2025Q2 销售费用为 33.26 亿元，同比上升 17%，营销费用率为 22.4%，较去年同期小幅上行 0.2pct；2025Q2 管理费用为 10.97 亿元，同比上升 2%，管理费用率为 7.4%，较去年同期下行 1.0pct。

图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 国际业务强劲增长，AI 持续赋能旅游产品

携程国际业务板块呈现强劲的增长态势。主要亮点分别在于：1）国际 OTA 平台总预定同比增长超 60%，亚太地区（APAC）贡献显著，其中移动端仍是核心增长驱动力，目前已占总预订量的 70%。除了提供丰富的旅游产品，携程还通过可靠、高品质的服务形成差异化竞争优势。2）入境游预订同比增长超 100%，主要由韩国和东南亚两大核心客源市场的需求推动，携程将继续把握不同客群日益增长的需求和入境游市场的巨大潜力。3）国内旅客出境游热情持续恢复，携程平台出境酒店及机票预订超过 2019 年同期 120% 水平，日本仍是中国出境游客的首选目的地，东南亚市场需求依旧稳健，长线目的地关注度上升。

AI 仍是业务战略核心，智能助手提高用户体验和服务效率。从战略角度看，携程坚定致力于挖掘 AI 的全部潜力。在用户端，通过高度个性化的智能规划提高用户体验。携程近期对行程规划工具进行了升级，用户可只需回答目的地、行程时长及旅行风格三个问题，AI 就能根据用户偏好形成定制化的行程。由于携程拥有专属的用户洞察、实时产品信息流及经过验证的库存数据，因此其 AI 智能助手能够提供比通用 AI 工具更精准、更贴合场景且更可靠的内容展示给客户。在后端，AI 则能够大幅提升数据处理效率，改善自动化内容生成质量，提升客户满意度。

携程老友会、展演+持续发力，把握代际新机遇。在 2025 年 2 月 13 日发布的报告《一站式 OTA 龙头，出海先行者》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。根据携程 2025Q2 业绩发布会，二季度老友会用户数量及 GMV 自 2024 年末以来均增长超 100%，反映银发族游客的参与度与购买力持续上升。携程老友会产品也在不断丰富，除了观光外，还开发了摄影之旅、民间艺术体验、健康养生之旅等一系列主题旅游产品，所有行程均采用小团模式，以确保服务质量。此外，携程“展演+”产品持续吸引年轻游客群体。2025 年第二季度，受演唱会等娱乐活动热度上升，该板块收入同比增长超 100%，这类产品不仅提升了用户便利性，还带动酒店等其他消费。

二、盈利预测与投资建议

国内业务方面，居民休闲旅游热情延续，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，公司 2025Q2 国际 OTA 平台业务表现亮眼，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 252.19/293.42/335.73 亿元，同比增速分别为

+16.7%/+16.3%/+14.4%。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 227.23/253.25/280.69 亿元，同比增速分别为 +11.9%/+11.4%/+10.8%。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 52.03/62.44/71.80 亿元，同比增速分别为 +20.0%/+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 60.14/75.17/90.21 亿元。

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，我们预计公司营销费用率整体在 23% 左右。

我们预计公司 2025-2027 年实现收入 618.19/ 713.48/810.21 亿元，同比增速分别为 +16.0%/+15.4%/+13.6%，归母净利润分别为 177.07/203.92/238.07 亿元，同比增速分别为 +3.7%/+15.2%/+16.7%，对应 PE 分别为 21.4X/18.6X/15.9X。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 22.5X，维持“买入”评级。

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	25,219	29,342	33,573
YOY	133.2%	25.2%	16.7%	16.3%	14.4%
交通票务	18,443	20,301	22,723	25,325	28,069
YOY	123.5%	10.1%	11.9%	11.4%	10.8%
旅游度假	3,140	4,336	5,203	6,244	7,180
YOY	294.0%	38.1%	20.0%	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	6,014	7,517	9,021
营业收入	44,562	53,377	61,911	71,455	81,143
净营业收入	44,510	53,294	61,819	71,348	81,021
YOY	122.1%	19.7%	16.0%	15.4%	13.6%
营业成本	-8,121	-9,990	-11,788	-13,439	-15,051
毛利润	36,389	43,304	50,030	57,909	65,970
毛利率	81.8%	81.3%	80.9%	81.2%	81.4%
研发费用	-12,120	-13,139	-14,218	-16,410	-18,230
销售费用	-9,202	-11,902	-14,218	-16,410	-18,230
管理费用	-3,743	-4,086	-4,575	-5,208	-5,834
营业利润	11,324	14,177	17,019	19,881	23,677
营业利润率	25.4%	26.6%	27.5%	27.9%	29.2%
归母净利润	9,918	17,067	17,707	20,392	23,807

YOY	606.9%	72.1%	3.7%	15.2%	16.7%
净利润率	22.3%	32.0%	28.6%	28.6%	29.4%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

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

资产负债表(百万人民币)					利润表(百万人民币)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	112,120	148,263	181,149	217,510	营业收入	53,294	61,819	71,348	81,021
现金	48,439	71,020	96,389	125,118	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	12,459	14,768	17,044	19,355	营业成本	9,990	11,788	13,439	15,051
存货	0	0	0	0	销售费用	11,902	14,218	16,410	18,230
其他	51,222	62,475	67,716	73,037	管理费用	4,086	4,575	5,208	5,834
非流动资产	130,461	128,979	127,451	125,951	研发费用	13,139	14,218	16,410	18,230
固定资产	5,053	4,978	4,908	4,838	财务费用	-606	-700	-738	-804
无形资产	74,429	72,940	71,482	70,052	除税前溢利	19,831	20,537	23,648	27,608
其他	50,979	51,061	51,061	51,061	所得税	2,604	2,670	3,074	3,589
资产总计	242,581	277,243	308,600	343,461	净利润	17,227	17,868	20,574	24,019
流动负债	74,010	91,193	101,977	112,819	少数股东损益	160	161	182	211
短期借款	19,433	19,433	19,433	19,433	归属母公司净利润	17,067	17,707	20,392	23,807
应付账款及票据	16,578	19,647	22,398	25,085					
其他	37,999	52,113	60,146	68,301	EBIT	19,225	19,837	22,910	26,804
非流动负债	25,089	24,700	24,700	24,700	EBITDA	20,441	21,326	24,369	28,233
长期债务	20,134	20,134	20,134	20,134	EPS (元)	23.92	24.82	28.58	33.37
其他	4,955	4,566	4,566	4,566					
负债合计	99,099	115,893	126,677	137,519					
普通股股本	6	6	6	6					
储备	149,875	167,582	187,974	211,781					
归属母公司股东权益	142,550	160,257	180,649	204,456	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	932	1,093	1,274	1,485	成长能力				
股东权益合计	143,482	161,350	181,923	205,942	营业收入	19.73%	16.00%	15.41%	13.56%
负债和股东权益	242,581	277,243	308,600	343,461	归属母公司净利润	72.08%	3.75%	15.17%	16.75%
					获利能力				
					毛利率	81.25%	80.93%	81.16%	81.42%
					销售净利率	32.02%	28.64%	28.58%	29.38%
					ROE	11.97%	11.05%	11.29%	11.64%
					ROIC	9.12%	8.59%	9.00%	9.50%
					偿债能力				
					资产负债率	40.85%	41.80%	41.05%	40.04%
					净负债比率	-6.18%	-19.49%	-31.23%	-41.54%
					流动比率	1.51	1.63	1.78	1.93
					速动比率	1.48	1.56	1.71	1.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.23	0.24	0.24	0.25
					应收账款周转率	4.47	4.54	4.49	4.45
					应付账款周转率	0.60	0.65	0.64	0.63
					每股指标 (元)				
					每股收益	23.92	24.82	28.58	33.37
					每股经营现金流	28.71	30.53	33.46	38.03
					每股净资产	208.55	224.59	253.17	286.54
					估值比率				
					P/E	22.23	21.43	18.61	15.94
					P/B	2.66	2.37	2.10	1.86
					EV/EBITDA	16.18	16.32	13.24	10.41

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

【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
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com