

2025年09月02日

携程集团 (9961.HK/TCOM.US)

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

2 季度利润超预期，回购加码，上调全年利润预测

携程 2 季度经调整净利润超市场预期 15%，同时宣布 50 亿美元新回购计划。国内业务维持稳健趋势，出境及入境游维持高增速。我们微调 2025 年收入预测，上调 6% 全年利润预测，上调目标价，维持买入评级。看好公司稳健的财务前景及海外业务的中长期潜力。

报告摘要

2 季度利润超预期：2Q25 净收入 148 亿元（人民币，下同，列明除外），同比增长 16%，略超我们/市场预期 2%/1%，其中住宿预订同比增 21%，交通票务收入同比增 11%，占总收入的 42%、36%，贡献收入净增量的 53%、25%。毛利同比增 15%，毛利率 81%，同比及环比基本稳定。经调整归母净利润 50 亿元，同比降 5%，较一致预期（42 亿元）高 15%，主要因收入超预期及营销效率优于预期，净利润率 33.7%。

2Q25 主要经营数据：1) **国内：**Q2 酒店间夜量及机票预订量同比健康增长，ADR 同比个位数下降。作为对比，Q2 国内旅游人均花费同比降 3%（文旅部数据）。2) **出境：**出境酒店及机票预订较 2Q19 增 20%，对比民航国际客运量较 2Q19 增 6%（民航局数据），维持快于行业的恢复程度。3) **国际：**国际 OTA 酒店及机票预订量维持同比 60%+ 的增速，亚太仍贡献主要增量。移动端订单占比 70%，一站式预订的用户心智持续强化。4) **入境：**入境游预订同比增超 100%，维持高增速，对比同期国内整体入境游人次同比增 30%。公司计划在未来 3 年与 20 万家酒店合作，以支撑入境游预订量超 100% 的增速。

暑期出游数据呈恢复趋势：据业绩会信息，暑期国内酒店 ADR 同比降幅收窄至中低个位数；出境游价格同比下降（因供给增加），但仍高于 2019 年同期水平，出境游酒店价格同比稳定。据航班管家数据，7-8 月，民航国内经济舱客单价同比下降 6% 至 846 元，但较上半年均价（740 元）上涨。

财务预测及估值：我们预计 3 季度总收入同比增 13%，其中住宿预订/交通预订同比增 14%/9%，3 季度为旅游旺季，预计净利润环比提升。我们微调 2025 年收入预测，预计全年收入同比增 15%，其中住宿预订/交通预订同比增 17%/10%。上调全年经调整净利润 6% 至 188 亿元，预计净利润率为 30.6%。

估值：参考海外 OTA 平台及公司历史估值水平，当前海外 OTA 龙头 Booking（携程 2024 年 GMV 规模与之相当）估值为 25.2x 2025E 市盈率，我们给予携程 2025 年 21 倍市盈率估值，目标价 659 港元（9961.HK）/84 美元（TCOM.US），前值为 591 港元（9961.HK）/76 美元（TCOM.US）。2 季度公司已回购约 700 万 ADR（约 4 亿美元），宣布 50 亿美元新回购计划，股东回报加码。我们看好公司稳健的财务前景及海外业务的中长期潜力，维持买入评级。

风险：消费疲弱影响旅游支出；国际业务进展不及预期；极端天气影响出游。

财务及估值摘要

财年截止12月31日，人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	20,055	44,562	53,377	61,228	67,840	75,226
同比增长（%）	0%	122%	20%	15%	11%	11%
调整后净利润（百万元）	1,294	13,071	18,041	18,760	19,608	21,540
调整后净利润率（%）	6.5%	29.3%	33.8%	30.6%	28.9%	28.6%
调整后每股盈利（元）	1.97	19.45	25.84	26.87	28.08	0.00
市盈率（倍）	NM	26.4	19.1	18.4	17.6	16.0
市销率（倍）	17.2	7.7	6.5	5.6	5.1	4.6
净资产收益率（%）	1.2%	8.1%	12.0%	12.0%	12.7%	13.6%

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级： 买入

维持评级

6 个月目标价 659 港元

股价(2025-09-01) 576.00 港元

总市值(百万港元)	411,001
流通市值(百万港元)	411,001
总股本(百万股)	714
流通股本(百万股)	714
12 个月低/高(港元)	402.6/585
3 个月平均成交(百万港元)	1,216

股东结构

The Capital Group	11.04%
百度(BIDU.US/9888.HK)	6.44%
BlackRock	4.87%
其他	77.65%

股价表现

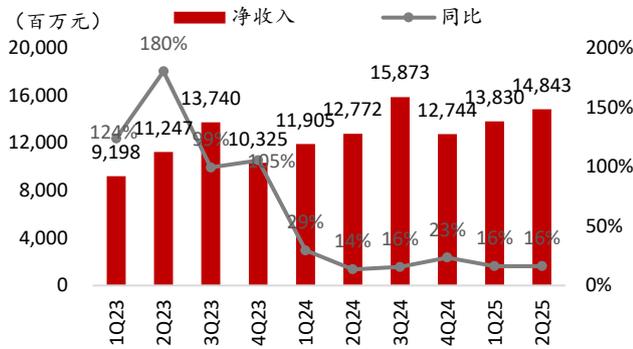

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.28	5.42	13.97
绝对收益	18.81	16.04	56.37

数据来源：公司资料，彭博，港交所，国证国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

2Q25 业务概览

图表 1: 2Q25 净收入同比增 16%


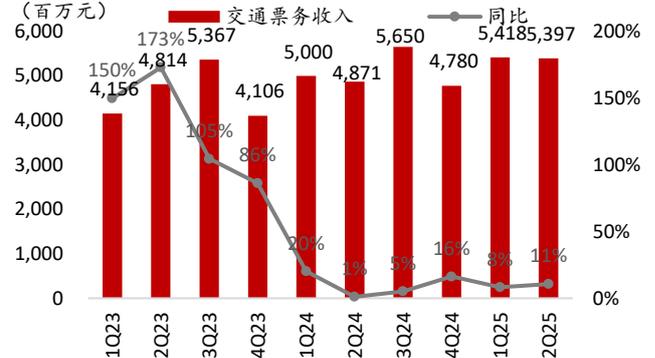
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 2Q25 经调整净利润率 34%

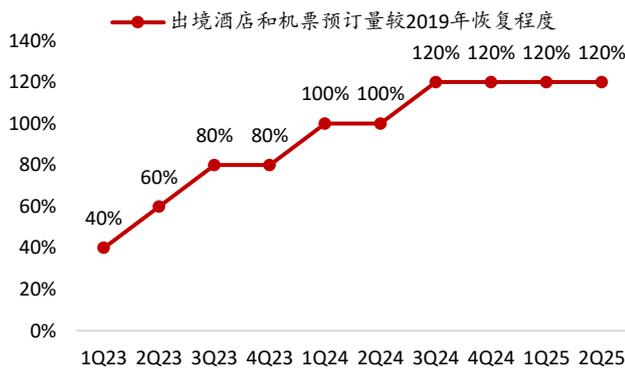

资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 2Q25 住宿预订收入同比增 21%

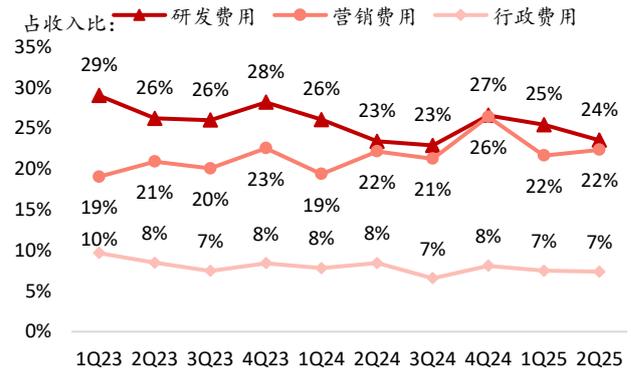

资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 4: 2Q25 交通票务收入同比增 11%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 5: 出境业务持续恢复


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 6: 2Q25 营销费用占收入比 22%


资料来源: 公司财报, 国证国际

财务预测更新

图表 7: 利润表预测更新

携程集团 人民币, 百万元	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	12,788	15,900	12,768	13,850	14,864	17,961	53,377	61,228	67,840	75,226
同比	14%	16%	24%	16%	16%	13%	20%	15%	11%	11%
住宿预订	5,136	6,802	5,178	5,541	6,225	7,757	21,612	25,383	28,213	31,822
同比	20%	22%	33%	23%	21%	14%	25%	17%	11%	13%
交通票务	4,871	5,650	4,780	5,418	5,397	6,170	20,301	22,356	24,233	26,198
同比	1%	5%	16%	8%	11%	9%	10%	10%	8%	8%
旅游度假	1,025	1,558	870	947	1,079	1,711	4,336	4,705	5,736	6,684
同比	42%	17%	24%	7%	5%	10%	38%	9%	22%	17%
商旅管理	633	656	702	573	692	718	2,502	2,741	3,070	3,408
同比	8%	11%	11%	12%	9%	9%	11%	10%	12%	11%
其他	1,123	1,234	1,238	1,371	1,471	1,604	4,626	6,043	6,587	7,114
营业成本	-2,312	-2,800	-2,640	-2,705	-2,818	-3,277	-9,990	-11,809	-13,084	-14,471
毛利	10,460	13,073	10,104	11,125	12,025	14,659	43,304	49,332	54,659	60,648
毛利率	81.8%	82.2%	79.1%	80.3%	80.9%	81.6%	81.1%	80.6%	80.6%	80.6%
研发费用	-2,993	-3,640	-3,397	-3,525	-3,500	-4,166	-13,139	-14,874	-16,547	-18,311
同比	20%	2%	16%	13%	17%	14%	8%	13%	11%	11%
销售费用	-2,835	-3,382	-3,373	-2,999	-3,326	-4,090	-11,902	-14,332	-18,995	-20,311
同比	20%	23%	45%	30%	17%	21%	29%	20%	33%	7%
行政费用	-1,077	-1,045	-1,033	-1,038	-1,097	-1,065	-4,086	-4,304	-4,837	-5,341
同比	13%	2%	19%	11%	2%	2%	9%	5%	12%	10%
经营利润	3,555	5,006	2,301	3,563	4,102	5,338	14,177	15,822	14,280	16,685
经营利润率	27.8%	31.5%	18.0%	25.7%	27.6%	29.7%	26.6%	25.8%	21.0%	22.2%
归母净利润	3,833	6,765	2,157	4,277	4,846	5,327	17,067	17,926	16,994	18,642
净利润率	30.0%	42.5%	16.9%	30.9%	32.6%	29.7%	32.0%	29.3%	25.1%	24.8%
经调整EBITDA	4,436	5,680	2,980	4,247	4,880	6,250	17,070	19,072	17,752	18,807
经调整EBITDA利润率	34.7%	35.7%	23.3%	30.7%	32.8%	34.8%	32.0%	31.1%	26.2%	25.0%
经调整归母净利润	4,985	5,963	3,038	4,188	5,011	5,778	18,041	18,760	19,608	21,540
经调整归母净利润率	39.0%	37.5%	23.8%	30.2%	33.7%	32.2%	33.8%	30.6%	28.9%	28.6%

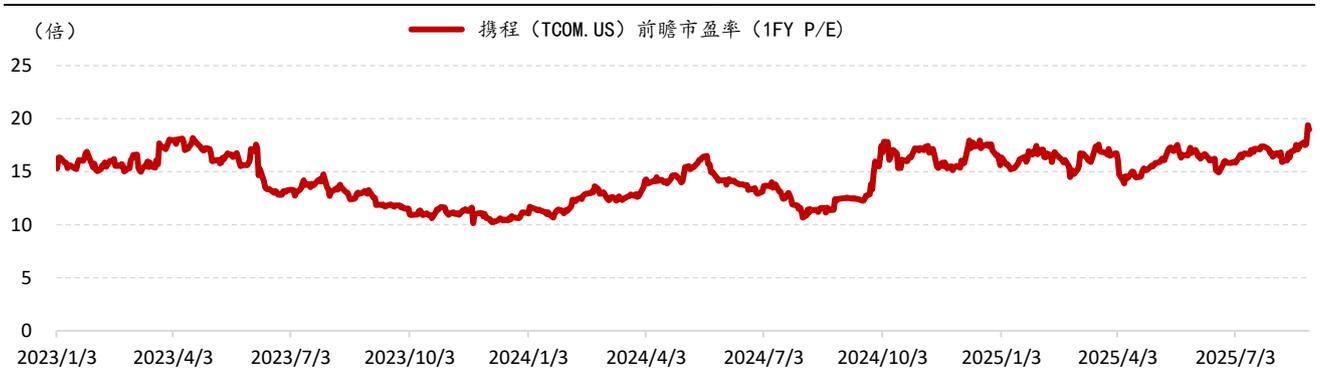
资料来源: 公司财报, 国证国际预测

估值表参考

图表 8：估值表参考

公司	股票代码	最新市值 (百万港元)	股价变动		市盈率			市销率		
			最近1个月	年初至今	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
互联网巨头										
腾讯	700 HK	5,512,597	-3%	44%	20.0	17.6	15.7	6.8	6.2	5.7
阿里巴巴	BABA US	2,511,368	6%	60%	16.6	13.2	11.5	2.2	2.0	1.8
拼多多	PDD US	1,331,720	0%	24%	12.6	10.2	8.6	2.8	2.5	2.2
京东	JD US	352,331	-4%	-10%	12.2	8.7	6.6	0.2	0.2	0.2
快手	1024 HK	310,562	-5%	74%	14.0	11.9	10.1	2.0	1.8	1.7
平均值					15.1	12.3	10.5	2.8	2.5	2.3
国内OTA相关										
美团	3690 HK	614,771	-7%	-34%	NM	18.8	11.4	1.5	1.3	1.1
携程	9961 HK	371,900	-15%	5%	19.7	17.5	15.3	5.5	4.9	4.3
同程旅行	780 HK	50,492	-10%	18%	14.6	12.5	10.9	2.4	2.1	1.9
平均值					17.2	16.3	13.1	4.0	3.5	3.1
海外OTA相关										
BOOKING	BKNG US	1,415,950	-13%	13%	25.2	21.8	18.8	6.9	6.3	5.8
Airbnb	ABNB US	632,940	-25%	-1%	30.4	26.9	23.7	6.7	6.1	5.6
Expedia	EXPE US	207,355	1%	15%	14.9	12.7	10.7	1.9	1.7	1.6
Tripadvisor	TRIP US	17,526	-23%	18%	12.2	9.4	6.0	1.2	1.1	1.0
平均值					20.7	17.7	14.8	4.1	3.8	3.5
酒店										
华住	HTHT US	88,256	-7%	12%	18.5	16.2	14.6	3.2	3.1	2.9
亚朵	ATAT US	41,966	-12%	45%	23.8	18.9	15.6	4.1	3.3	2.7
锦江	600754 CH	24,590	8%	-14%	23.8	19.5	17.2	1.6	1.5	1.5
首旅	600258 CH	18,601	1%	4%	19.4	16.9	14.9	2.2	2.1	2.0
平均值					21.4	17.9	15.6	2.8	2.5	2.3
航空公司										
国航	601111 CH	129,798	3%	-6%	43.8	10.4	11.5	0.7	0.6	0.6
南航	600029 CH	104,650	-2%	-9%	74.7	22.4	14.8	0.5	0.5	0.5
东航	600115 CH	90,663	1%	1%	NM	31.5	19.2	0.6	0.6	0.5
平均值					59.2	21.4	15.2	0.6	0.6	0.5

资料来源：公司财报，国证国际（注：截至 2025 年 9 月 1 日；NM=Not Meaningful）

图表 9：携程 (TCOM.US) 历史前瞻市盈率估值 (1FY P/E) 走势


资料来源：公司资料，彭博，国证国际（截至 2025 年 8 月 29 日）

附表：财务报表预测

利润表							资产负债表						
(百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万人民币)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,055	44,562	53,377	61,228	67,840	75,226	现金, 现金等价物及受限现金	18,487	43,983	51,093	52,115	53,157	54,220
营业成本	-4,513	-8,121	-9,990	-11,809	-13,084	-14,471	短期投资	25,545	17,748	28,475	29,329	30,209	31,115
毛利润	15,526	36,389	43,304	49,332	54,659	60,648	应收账款净额	5,486	11,410	12,459	17,756	19,674	21,063
销售费用	-4,250	-9,202	-11,902	-14,332	-18,995	-20,311	预付账款及其他流动资产	11,917	15,591	20,093	23,049	25,537	28,318
研发费用	-8,341	-12,120	-13,139	-14,874	-16,547	-18,311	流动资产合计	61,435	88,732	112,120	122,249	128,577	134,717
管理费用	-2,847	-3,743	-4,086	-4,304	-4,837	-5,341	物业、设备及软件	5,204	5,142	5,053	5,796	6,422	7,121
营业利润	88	11,324	14,177	15,822	14,280	16,685	无形资产及土地使用	12,825	12,644	12,840	14,729	16,319	18,096
财务成本净额	532	23	606	2,687	2,634	2,087	使用权资产	819	641	755	866	960	1,064
税前利润	2,635	10,680	17,003	19,009	17,413	19,273	投资	50,177	49,342	47,194	54,136	59,982	66,512
所得税	-682	-1,750	-2,604	-2,911	-2,667	-2,698	商誉	59,337	59,372	60,911	58,998	58,999	59,000
税后利润	1,367	10,002	17,227	18,048	17,135	18,744	其他长期资产	545	688	454	521	577	640
少数股东权益	36	-84	-160	-122	-141	-102	递延所得税资产	1,324	2,576	3,254	3,733	4,136	4,586
归母净利润	1,403	9,918	17,067	17,926	16,994	18,642	非流动资产合计	130,231	130,405	130,461	138,779	147,394	157,020
Non-GAAP净利润	1,294	13,071	18,041	18,760	19,608	21,540	总资产合计	191,691	219,137	242,581	261,028	275,971	291,737
							短期负债及长期负债的即期部	32,674	25,857	19,433	22,291	24,698	27,388
							应付账款	7,569	16,459	16,578	19,017	21,070	23,364
							客户预付款	8,278	13,380	18,029	20,681	22,914	25,409
							其他流动负债	12,718	16,715	19,970	22,907	25,381	28,144
							流动负债合计	61,239	72,411	74,010	84,896	94,063	104,305
							递延所得税负债	3,487	3,825	4,098	4,701	5,208	5,775
							长期债务	13,177	19,099	20,134	20,738	21,360	22,001
							长期租赁负债	534	477	561	644	713	791
							其他非流动性负债	235	319	296	340	376	417
							非流动负债合计	17,433	23,720	25,089	26,422	27,658	28,984
							负债合计	78,672	96,131	99,099	111,318	121,721	133,289
							股本	6	6	6	6	6	6
							股本溢价	95,196	96,583	97,990	99,418	100,866	102,336
							储备及其他资本项目	17,817	26,417	44,743	50,286	53,378	56,106
							所有者权益合计	113,019	123,006	142,739	149,709	154,250	158,447
							负债及权益合计	191,691	219,137	241,838	261,028	275,971	291,737
							现金流量简表						
							(百万人民币)						
							经营活动现金流	2,641	17,364	20,104	19,155	21,719	24,419
							投资活动现金流	1,136	-1,819	369	-1,252	-1,299	-1,443
							融资活动现金流	-6,717	-5,922	-1,035	-604	-622	-641
							期初现金	21,196	18,487	27,992	47,488	64,756	84,568
							期末现金	18,487	27,992	47,488	64,756	84,568	106,895

资料来源：公司财报，国证国际预测（注：市盈率基于经调整净利润；财年截止12月31日）

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010