

Q3 业绩稳健增长，跨境业务表现亮眼

2025 年 11 月 19 日

事件：携程集团-S 发布 2025Q3 财报。25Q3 公司实现净营收 183.4 亿元，yoy+15.5%/qoq+23.5%，基本符合彭博一致预期。利润端，25Q3 毛利润 149.8 亿元，毛利率 81.7%，yoy-0.7pct；Non-GAAP 营业利润 61.3 亿元（超 bbg 一致预期 5.6%），yoy+12.2%，经调整营业利润率 33.4%，yoy-1.0pct。Non-GAAP 归母净利润 191.6 亿元，yoy+221.2%，主要由处置部分投资所致。经调整 EBITDA 63.5 亿元，经调整 EBITDA 利润率 34.6%，yoy-1.2pct。

➤ **交通票务&商旅收入略超预期，国际业务板块表现强劲。**分业务看，25Q3 公司住宿预定收入 80.5 亿元，yoy+18%/qoq+29%；交通票务收入 63.1 亿元，yoy+12%/qoq+17%；旅游度假收入 16.1 亿元，yoy+3%/qoq+49%；商旅管理收入 7.6 亿元，yoy+15%/qoq+9%；其他收入 16.5 亿元，yoy+34%/qoq+12%。分区域看，国际业务板块表现强劲，25Q3 国际 OTA 平台总预订量同比增长约 60%，其中亚太地区仍是最大贡献区域，亚太地区 25Q3 预定量同比增长超 50%；移动端持续增长，占总预订量 70% 以上。分人群看，据公司统计，银发族人均消费水平约为年轻用户的 3 倍，“携程老友会”于 25Q1 上线，25Q3 会员数和 GMV 同比增长均超 70%。

➤ **国内外旅游需求旺盛，出境游恢复较快。**国内业务方面，北京、上海等大城市仍是国内旅游首选，同时乌鲁木齐、呼和浩特、拉萨等地区预定量增长近 30%。出境游方面，25Q3 酒店和机票预订量同比增长近 20%，已恢复至 2019 年同期的 140% 水平（Q2 为同期 120%），除日本、韩国、东南亚等热门目的地，中秋国庆黄金周期间长途旅行需求强劲，欧洲为重要增长地区，冰岛、挪威等国预订量翻倍，西班牙、意大利和德国预订量增长约 70%。入境游方面，25Q3 入境旅游预订同比增长超 100%，亚太地区仍是最大入境旅游客源地。伴随近期免签及过境免签时长延长的政策利好，公司入境游业务有望维持高速增长。

➤ **销售及营销费用增速较快，营业利润率同比降幅收窄。**25Q3 公司研发费用 40.8 亿元，yoy+12%；销售及营销费用 41.8 亿元，yoy+24%；一般及行政费用 11.4 亿元，yoy+9%；营业费用合计同比增长 17%。Non-GAAP 营业利润 61.3 亿元，yoy+12.2%，经调整营业利润率 33.4%，yoy-1.0pct，营业利润率下降主要受海外业务规模扩大影响，本季度下降幅度有所收窄。

➤ **投资建议：**携程集团作为国内 OTA 龙头壁垒显著，用户基础稳固，供应链优势突出，叠加出入境旅游需求旺盛和政策红利，我们看好国际业务推动公司业绩持续增长。考虑到今年有出售 MakeMyTrip 一次性投资收益影响，我们预测 2025-2027 年的收入分别为 619/694/777 亿元，Non-GAAP 净利润为 318/210/239 亿元，根据 2025 年 11 月 18 日收盘价 564.5 港元，对应经调整 PE 为 12X/18X/15X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**消费复苏不及预期风险；地缘政治风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	53,294	61,919	69,364	77,676
增长率(%)	19.7	16.2	12.0	12.0
经调整净利润	18,041	31,807	20,985	23,939
增长率(%)	38	76	-34	14
EPS(基于经调整净利润)	25.28	44.58	29.41	33.55
P/E(基于经调整净利润)	20	12	18	15
P/B	2.6	2.1	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 11 月 18 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

564.50 港元



分析师 孔蓉

执业证书：S0100525110001

邮箱：kongrong@glms.com.cn

分析师 杨雨辰

执业证书：S0100525100004

邮箱：yangyuchen@glms.com.cn

研究助理 周芷西

执业证书：S0100124080014

邮箱：zhouzhixi@glms.com.cn

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	112,120	139,882	159,219	183,799
现金及现金等价物	48,439	80,508	97,228	118,654
应收账款及票据	12,459	13,760	15,414	17,261
存货	0	0	0	0
其他	51,222	45,614	46,577	47,884
非流动资产合计	130,461	133,141	134,991	136,485
固定资产	5,053	5,662	5,663	5,494
商誉及无形资产	74,429	76,486	78,337	80,004
其他	50,979	50,993	50,990	50,987
资产合计	242,581	273,023	294,210	320,285
流动负债合计	74,010	81,663	86,902	92,871
短期借贷	19,433	16,433	14,433	12,433
应付账款及票据	16,578	22,223	24,290	26,485
其他	37,999	43,007	48,179	53,952
非流动负债合计	25,089	16,621	16,621	16,621
长期借贷	20,134	11,534	11,534	11,534
其他	4,955	5,087	5,087	5,087
负债合计	99,099	98,284	103,523	109,492
普通股股本	6	6	6	6
储备	142,544	173,668	189,484	209,437
归属母公司股东权益	142,550	173,674	189,490	209,443
少数股东权益	932	1,065	1,197	1,350
股东权益合计	143,482	174,739	190,687	210,793
负债和股东权益合计	242,581	273,023	294,210	320,285

现金流量表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	19,625	30,061	30,527	33,781
净利润	17,067	32,660	18,754	21,641
少数股东权益	160	133	132	153
折旧摊销	1,216	9,834	10,147	10,303
营运资金变动及其他	1,182	-12,566	1,493	1,685
投资活动现金流	-6,052	16,061	-7,951	-7,751
资本支出	-591	-12,500	-12,000	-11,800
其他投资	-5,461	28,561	4,049	4,049
筹资活动现金流	-6,710	-14,053	-5,856	-4,604
借款增加	-6,066	-11,600	-2,000	-2,000
普通股增加	-446	0	0	0
已付股利	0	-1,536	-2,939	-1,687
其他	-198	-917	-917	-917
现金净增加额	7,110	32,069	16,720	21,425

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	53,294	61,919	69,364	77,676
其他收入	0	0	0	0
营业成本	9,990	12,057	13,179	14,370
销售费用	11,902	14,576	16,329	18,285
管理费用	4,086	4,424	4,956	5,437
研发费用	13,139	14,835	16,509	17,866
财务费用	-606	-1,682	-1,942	-2,228
权益性投资损益	2,828	546	546	546
其他损益	2,220	20,397	1,500	1,500
除税前利润	19,831	38,652	22,380	25,992
所得税	2,604	5,859	3,493	4,199
净利润	17,227	32,793	18,886	21,793
少数股东损益	160	133	132	153
归属母公司净利润	17,067	32,660	18,754	21,641
EBIT	19,225	36,970	20,438	23,764
EBITDA	20,441	46,804	30,585	34,067
EPS (元)	23.92	45.77	26.28	30.33

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	19.73	16.18	12.02	11.98
归属母公司净利润	72.08	91.36	-42.58	15.39
盈利能力(%)				
毛利率	81.25	80.53	81.00	81.50
净利率	32.02	52.75	27.04	27.86
ROE	11.97	18.81	9.90	10.33
ROIC	9.12	15.47	7.96	8.49
偿债能力				
资产负债率(%)	40.85	36.00	35.19	34.19
净负债比率(%)	-6.18	-30.07	-37.37	-44.92
流动比率	1.51	1.71	1.83	1.98
速动比率	1.09	1.42	1.58	1.76
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	4.72	4.76	4.75
应付账款周转率	0.60	0.62	0.57	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	23.92	45.77	26.28	30.33
每股经营现金流	27.50	42.13	42.78	47.34
每股净资产	199.78	243.40	265.56	293.53
估值比率				
P/E	22	11	20	17
P/B	2.6	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	16.63	7.26	11.11	9.98

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%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 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048