



携程集团-S (09961.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

业绩依旧稳健优异,海外高增态势不改

业绩简评

2025 年 11 月 18 日公司披露三季报, 三季度实现净收入 183 亿元, yoy+16% ; Non-GAAP 归母净利润 192 亿元, 上年同期为 60 亿元, 主要系投资收益显著增加。经调整 EBITDA 63 亿元, yoy+12%。

经营分析

业务表现依旧稳健优异。收入拆分来看, 住宿收入 80 亿元, yoy+18%, qoq+29%; 交通收入 63 亿元, yoy+12%, qoq+17%; 度假收入 16 亿元, yoy+3%, qoq+49%; 商旅收入 7.56 亿元, yoy+15%, qoq+9%。整体收入表现依旧稳健优异, 增长略高于市场预期。

海外保持高增, 出境游表现远好于行业。三季度公司国际 OTA 平台预订同比增长约 60%; 入境旅游预订同比增长超 100%, 海外高增态势不改。公司 Q3 出境酒店和机票预订攀升至 2019 年同期 140% 水平, 较上季度 120%再度提速, 远超行业国际航班恢复度约 88% 水平。

海外业务占比走高, 且处于投放期, 带动销售费用率提升&毛利率同比略有下降。三季度毛利率为 81.7%, yoy-0.7pct; 扣除 SBC 后 (下同) 研发费用率 20.9%, yoy-0.7pct; 销售费用率 22.5%, yoy+1.4pct; 管理费用率 4.9%, yoy-0.5pct。毛利率受海外业务占比逐步提升的结构性影响同比去年有所下滑, 海外仍处于投放期, 销售费用 yoy+24%, 且销售费用率同比增长。我们预计伴随海外业务占比逐步提升, 销售费用率将呈现稳中有升趋势。

出售 MakeMyTrip 股权收入确认导致净利润大幅增长。本季确认了公司出售印度酒旅 OTA 平台 MakeMyTrip 约 29% 股权产生的收益带动净利润及经调整利润大幅增长。

盈利预测、估值与评级

携程作为国内 OTA 龙头, 业务保持稳健健康增长, 目前海外增长趋势依旧亮眼, 我们看好公司供应链及运营能力, 对未来海外业务发展保持积极态度, 预计 FY2025/FY2026/FY2027 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 311.10/208.96/239.48 亿元, 公司股票现价对应 Non-GAAP PE 估值为 12/18/16 倍 (2025 年受一次性收益影响, PE 偏低), 维持“买入”评级。

风险提示

旅游消费市场表现不及预期风险; 外部竞争加剧风险; 行业政策变动风险; 佣金率下降风险; 重大负面事件冲击。

海外和传媒互联网组

分析师: 易永坚 (执业 S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

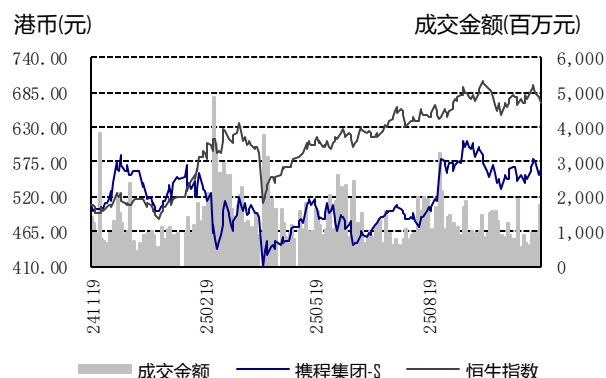
分析师: 李华熠 (执业 S1130525030003)

lihuayi@gjzq.com.cn

市价 (港币): 564.500 元

相关报告:

- 《携程集团-S 港股公司点评: 收入利润超预期, 海外保持高增》, 2025.8.29
- 《携程集团-S 公司深度研究: 绘制一站式旅游体验的全球化蓝图》, 2025.8.25



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44,510	53,294	61,652	70,115	79,142
营业收入增长率	122.12%	19.73%	15.68%	13.73%	12.88%
归母净利润(百万元)	9,918	17,067	31,208	20,665	23,659
归母净利润增长率	606.91%	72.08%	82.85%	-33.78%	14.49%
摊薄每股收益(元)	13.90	23.92	43.74	28.96	33.16
每股经营性现金流净额	32.19	28.71	21.06	28.29	32.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.12%	11.97%	18.28%	10.79%	11.00%
P/E	18.23	20.61	11.99	18.11	15.82
P/B	1.42	2.36	2.19	1.95	1.74
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	13,071	18,041	31,110	20,896	23,948
Non-GAAP PE	13.01	18.82	12.03	17.91	15.63

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	20,039	44,510	53,294	61,652	70,115	79,142
增长率	0.1%	122.1%	19.7%	15.7%	13.7%	12.9%
主营业务成本	4,513	8,121	9,990	12,030	12,030	13,672
%销售收入	22.5%	18.2%	18.7%	19.5%	17.2%	17.3%
毛利	15,526	36,389	43,304	49,622	58,085	65,470
%销售收入	77.5%	81.8%	81.3%	80.5%	82.8%	82.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,250	9,202	11,902	14,514	17,038	19,184
%销售收入	21.2%	20.7%	22.3%	23.5%	24.3%	24.2%
管理费用	2,847	3,743	4,086	4,482	4,827	5,202
%销售收入	14.2%	8.4%	7.7%	7.3%	6.9%	6.6%
研发费用	8,341	12,120	13,139	14,924	16,347	17,928
%销售收入	41.6%	27.2%	24.7%	24.2%	23.3%	22.7%
息税前利润 (EBIT)	1,517	11,729	19,225	35,366	22,873	26,156
%销售收入	7.6%	26.4%	36.1%	57.4%	32.6%	33.0%
财务费用	-532	-23	-606	-1,246	-1,371	-1,600
%销售收入	-2.7%	-0.1%	-1.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
投资收益	-586	1,072	2,828	19,283	2,000	2,000
%税前利润	-28.6%	9.1%	14.3%	52.7%	8.2%	7.2%
营业利润	88	11,324	14,177	15,702	19,873	23,156
营业利润率	0.4%	25.4%	26.6%	25.5%	28.3%	29.3%
营业外收支						
税前利润	2,049	11,752	19,831	36,612	24,243	27,756
利润率	10.2%	26.4%	37.2%	59.4%	34.6%	35.1%
所得税	682	1,750	2,604	5,126	3,394	3,886
所得税率	33.3%	14.9%	13.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,367	10,002	17,227	31,486	20,849	23,870
少数股东损益	-36	84	160	278	184	211
归属于母公司的净利润	1,403	9,918	17,067	31,208	20,665	23,659
净利率	7.0%	22.3%	32.0%	50.6%	29.5%	29.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,403	9,918	17,067	31,208	20,665	23,659
少数股东损益	-36	84	160	278	184	211
非现金支出	747	1,778	-1,979	-18,247	-1,733	-1,763
非经营收益						
营运资金变动	-800	9,256	3,321	1,444	623	1,010
经营活动现金净流	2,641	22,004	19,625	15,031	20,183	23,539
资本开支	-498	-606	-591	-800	-800	-900
投资	1,639	6,525	-6,678	-1,000	-2,000	-2,000
其他	-5	0	1,217	19,779	3,000	3,000
投资活动现金净流	1,136	5,919	-6,052	17,979	200	100
股权募资	179	-1,218	-446	-3,120	0	0
债权募资	-6,780	-1,065	-6,066	-2,000	-2,000	-2,000
其他	-116	-264	-198	-1,038	-1,022	-1,016
筹资活动现金净流	-6,717	-2,547	-6,710	-6,158	-3,022	-3,016
现金净流量	-2,709	25,496	7,110	26,852	17,361	20,622

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,000	41,592	48,439	75,291	92,651	113,274
应收款项	16,655	26,046	32,552	36,867	41,928	47,326
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	27,780	21,094	31,129	33,327	35,856	38,420
流动资产	61,435	88,732	112,120	145,485	170,435	199,020
%总资产	32.0%	40.5%	46.2%	52.7%	56.6%	60.3%
长期投资	50,177	49,342	0	0	0	0
固定资产	5,204	5,142	5,053	5,150	5,245	5,437
%总资产	2.7%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%
无形资产	72,898	72,577	74,429	74,506	74,582	74,658
非流动资产	130,256	130,405	130,461	130,652	130,823	131,091
%总资产	68.0%	59.5%	53.8%	47.3%	43.4%	39.7%
资产总计	191,691	219,137	242,581	276,137	301,258	330,111
短期借款	32,674	25,857	19,433	17,433	15,433	13,433
应付款项	7,569	16,459	16,578	18,713	19,047	19,749
其他流动负债	20,996	30,095	37,999	42,822	48,700	54,970
流动负债	61,239	72,411	74,010	78,967	83,180	88,152
长期贷款	13,177	19,099	20,134	20,134	20,134	20,134
其他长期负债	4,256	4,621	4,955	5,088	5,087	5,087
负债	78,672	96,131	99,099	104,188	108,401	113,373
普通股股东权益	112,283	122,184	142,550	170,738	191,463	215,132
其中：股本	6	6	6	-1	-1	-1
未分配利润	116,156	128,306	149,875	176,470	195,635	217,794
少数股东权益	736	822	932	1,210	1,395	1,606
负债股东权益合计	191,691	219,137	242,581	276,137	301,258	330,111

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.17	15.19	26.10	43.74	28.96	33.16
每股净资产	164.28	178.75	208.55	239.28	268.33	301.50
每股经营现金净流	3.86	32.19	28.71	21.06	28.29	32.99
每股股利	0.00	0.00	2.15	2.16	2.16	2.16
回报率						
净资产收益率	1.25%	8.12%	11.97%	18.28%	10.79%	11.00%
总资产收益率	0.73%	4.53%	7.04%	11.30%	6.86%	7.17%
投入资本收益率	0.64%	5.94%	9.12%	14.52%	8.61%	8.99%
增长率						
主营业务收入增长率	0.08%	122.12%	19.73%	15.68%	13.73%	12.88%
EBIT 增长率	261.04%	673.17%	63.91%	83.96%	-35.32%	14.35%
净利润增长率	355.09%	606.91%	72.08%	82.85%	-33.78%	14.49%
总资产增长率	-0.09%	14.32%	10.70%	13.83%	9.10%	9.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	91.0	68.3	80.6	80.5	82.9	83.2
存货周转天数	—	—	—	—	—	—
应付账款周转天数	542.0	532.6	595.3	528.1	565.0	510.8
固定资产周转天数	96.5	41.8	34.4	29.8	26.7	24.3
偿债能力						
净负债/股东权益	29.29%	6.49%	-2.73%	-18.98%	-26.96%	-34.43%
EBIT 利息保障倍数	1.0	5.7	11.1	31.1	21.1	25.5
资产负债率	41.04%	43.87%	40.85%	37.73%	35.98%	34.34%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究