

携程集团-S (09961.HK)

Q3 延续绩优表现，海外份额扩张蓄力中线空间

优于大市

核心观点

Q3 旺季收入增速环比平稳，主业利润增速环比改善。2025Q3 公司收入 183.4 亿元/+15.5%，好于彭博预期的 14.6%，环比上半年的 16% 增速维持基本稳定；Non-GAAP 归母净利润 191.56 亿元/+221.2%，主要系出售 Makemytrip 带来其他收益贡献；其中主业相关的经调整 EBITDA 为 63.5 亿元/+11.7%，环比提速，好于彭博预期的+4.8%，对应利润率为 34.6%/-1.2pct。今年以来海外投入及占比提升致利润率同比回落，但公司凭借优异执行力带来良好表现。

收入拆分：国内与出境自由行份额继续提升，海外 Trip.com 增势不减。

2025Q3 公司住宿预订收入 80.5 亿元/+18.3%，交通票务收入 63.1 亿元/+11.6%，旅游度假收入 16.1 亿元/+3.1%，商旅管理收入 7.6 亿元/+15.2%，其他收入 16.5 亿元/+33.9%。分区域看：1) 估算 Q3 国内收入同比增长约 10%，其中酒店间夜增速维持 15%，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 出境收入增长约 15%，其中机酒预定量恢复超 140%，快于行业恢复度。3) 国际平台收入增长预计 40%，其中 Trip.com 平台机酒预定量增长超 60%，入境游增长约 100%。其他收入增速良好，主要系广告与金融服务收入增长向好。

盈利拆分：国际平台处于投资周期利润仍待释放，利润率降幅环比逐季改善。

今年以来公司收入端良好增长、利润率有所回落，主要系随着 Trip.com 规模增长（预计 Q3 收入占约 13%），公司毛利率受结构性影响回落，同时相关人员成本和费用提升，Q3 公司毛利率同比-0.7pct，研发与管理费用同比增长 10.7%；销售费率 22.5%/+1.4pct。但利润率降幅逐季改善，国内效率优化继续凸显，Q1-Q3 公司 Non-GAAP OPM 同比分别-2.4/-1.7/-1.0pct。

日本出境游短期波动，但预计总体影响可控。近期外交部发布我国公民赴日出行提醒，航班管家 DAST 监测数据显示，11 月 18 日中国境内赴日客座率预计环比上周下降 12.3 个百分点，旅客量预计下降 10.8%。尽管日本今年以来成为境内居民第一大出境目的地，但从过往 10 余年来看，出境目的地本身可替代性强，安全事件、地缘政治、汇率变化动态会影响周边国家出游次序；考虑 OTA 平台并不依赖单一目的地，参考今年以来携程集团人均 GMV 贡献同比稳定，预计不同目的地存在替代效应，整体影响相对可控。

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：考虑公司出售 Makemytrip 部分股权贡献一次性收益，调整 2025 年、维持 2026-2027 年预测，预计 Non-GAAP 净利润分别 318/212/245 亿元（此前为 185/212/245 亿元），对应动态 PE 为 11/16/14x。继续看好公司国内主站优良护城河下利润率逐步优化；国际平台短期规模扩张获份额阶段预计利润端阶段有扰动，但其已在多个区域得到验证，带动总收入维持 15% 以上增速。以我们对公司明年业绩预期来看，当前估值已回调至相对低位水平，后续期待海外进一步突破与国内出行政策提振，维持“优于大市”评级。

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	61,864	71,403	82,241
(+/-%)	122.1%	19.7%	16.1%	15.4%	15.2%
经调整净利润(百万元)	13071	18041	31775	21163	24535

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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	537.50 港元
总市值/流通市值	383530/383530 百万港元
52 周最高价/最低价	613.00/402.60 港元
近 3 个月日均成交额	1165.24 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) -经营利润增速环比提升，50 亿美元回购计划彰显积极姿态》——2025-08-31
- 《携程集团-S (09961.HK) -三季度业绩稳健增长，海外增加投入且保持营销策略灵活性》——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

(+/-%)	910.1%	38.0%	76.1%	-33.4%	15.9%
每股收益 (元)	18.32	25.28	45.67	30.42	35.27
EBIT Margin	24.6%	26.0%	25.0%	25.8%	26.8%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	12.0%	18.0%	9.9%	10.5%
市盈率 (PE)	27.3	19.8	11.0	16.5	14.2
EV/EBITDA	40.7	32.8	29.3	25.4	21.9
市净率 (PB)	2.93	2.51	2.00	1.81	1.62

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

Q3 旺季收入增速环比平稳，主业利润增速环比改善。2025Q3 公司收入 183.4 亿元/+15.5%，好于彭博预期的 14.6%，环比上半年的 16% 增速维持基本稳定；Non-GAAP 归母净利润 191.56 亿元/+221.2%，主要系出售 Makemytrip 带来其他收益贡献；其中主业相关的经调整 EBITDA 为 63.5 亿元/+11.7%，环比提速，好于彭博预期的+4.8%，对应利润率为 34.6%/-1.2pct。今年以来海外投入及占比提升致利润率同比回落，但公司凭借优异执行力带来良好表现。

收入拆分：国内与出境自由行份额持续提升，海外 Trip.com 增势不减。2025Q3 公司住宿预订收入 80.5 亿元/+18.3%，交通票务收入 63.1 亿元/+11.6%，旅游度假收入 16.1 亿元/+3.1%，商旅管理收入 7.6 亿元/+15.2%，其他收入 16.5 亿元/+33.9%。分区域看：1) 估算 Q3 国内收入同比增长约 10%，其中酒店间夜增速维持 15%，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+酒店趋势，国内酒店份额持续提升；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 出境收入增长约 15%，其中机酒预定量恢复超 140%，快于行业恢复度。3) 国际平台收入增长预计 40%，其中 Trip.com 平台机酒预定量增长超 60%，入境游增长约 100%。其他收入增速良好，主要系广告与金融服务收入增长向好。

盈利拆分：国际平台处于投资周期利润仍待释放，利润率环比降幅逐季改善。今年以来公司收入端良好增长、利润率有所回落，主要系随着 Trip.com 规模增长（预计 Q3 收入占约 13%），公司毛利率受结构性影响回落，同时相关人员成本和费用提升，Q3 公司毛利率同比-0.7pct，研发与管理费用同比增长 10.7%；销售费率 22.5%/+1.4pct。但利润率降幅逐季改善，国内效率优化继续凸显，Q1-Q3 公司 Non-GAAP OPM 同比分别 -2.4/-1.7/-1.0pct。

日本出境游短期波动，但预计总体影响可控。近期外交部发布我国公民赴日出行提醒，航班管家 DAST 监测数据显示，11 月 18 日中国境内赴日客座率预计环比上周下降 12.3 个百分点，旅客量预计下降 10.8%。尽管日本今年以来成为境内居民第一大出境目的地，但从过往 10 余年来看，出境目的地本身可替代性强，安全事件、地缘政治、汇率变化动态会影响周边国家出游次序；考虑 OTA 平台并不依赖单一目的地，参考今年以来携程集团人均 GMV 贡献同比稳定，预计不同目的地存在替代效应，整体影响相对可控。

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：考虑公司出售 Makemytrip 部分股权贡献一次性收益，调整 2025 年、维持 2026-2027 年预测，预计 Non-GAAP 净利润分别 318/212/245 亿元（此前为 185/212/245 亿元），对应动态 PE 为 11/16/14x。继续看好公司国内主站优良护城河下利润率逐步优化；国际平台短期规模扩张获份额阶段预计利润端阶段有扰动，但其已在多个区域得到验证，带动总收入维持 15% 以上增速。以我们对公司明年业绩预期来看，当前估值已回调至相对低位水平，后续期待海外进一步突破与国内出行政策提振，维持“优于大市”评级。

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	74226	88961	108985	营业收入	44510	53294	61864	71403	82241
应收款项	26046	32552	43728	52427	58357	营业成本	8121	9990	12010	14044	16234
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	6001	6926	8224	销售费用	9202	11902	14535	16618	19043
流动资产合计	88732	112120	153854	184193	218620	管理费用	16222	17535	19826	22325	24958
固定资产	5142	5053	5030	4971	4876	财务费用	(23)	(606)	(539)	(1112)	(1597)
无形资产及其他	72577	74429	73982	73539	73097	投资收益	1072	2828	19026	1080	1230
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	359	310	1570	1603	1636
资产总计	219137	242581	283845	313731	347673	营业利润	11752	19831	36627	22210	26468
短期借款及交易性金融负债	25857	19433	20405	21425	22496	营业外净收支	0	0	700	600	600
应付款项	18497	18695	21400	25124	28708	利润总额	11752	19831	37327	22810	27068
其他流动负债	28057	35882	42230	48354	55065	所得税费用	1750	2604	5972	3650	4331
流动负债合计	72411	74010	84035	94903	106270	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	31775	21163	24535
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	31775	21163	24535
负债合计	96131	99099	109144	120032	131429	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	173837	192917	215557	公允价值变动损失	667	(2220)	0	0	0
负债和股东权益总计	219137	242581	283845	313731	347673	财务费用	(23)	(606)	(539)	(1112)	(1597)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	6485	2102	(5450)	243	3098
每股收益	18.32	25.28	45.67	30.42	35.27	其它	(3069)	(814)	(556)	(2165)	(1990)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	17971	17960	26739	20245	26678
每股净资产	171.24	199.78	249.87	277.30	309.84	资本开支	0	(2672)	(500)	(500)	(500)
ROIC	10%	12%	13%	15%	18%	其它投资现金流	7797	(10727)	(1424)	(5980)	(7176)
ROE	8%	12%	18%	10%	11%	投资活动现金流	8632	(11251)	(1924)	(6530)	(7726)
毛利率	82%	81%	81%	80.33%	80%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	26%	25%	26%	27%	负债净变化	5922	1035	0	0	0
EBITDA Margin	26%	28%	27%	27%	28%	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%	76%	-33%	16%	融资活动现金流	(2011)	138	972	1020	1071
资产负债率	44%	41%	39%	39%	38%	现金净变动	24592	6847	25787	14735	20024
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	17000	41592	48439	74226	88961
P/E	27.3	19.8	11.0	16.5	14.2	货币资金的期末余额	41592	48439	74226	88961	108985
P/B	2.9	2.5	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	16634	12327	8034	16215	22118
EV/EBITDA	41	33	29	25	22	权益自由现金流	8721	11957	9458	18169	24531

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