

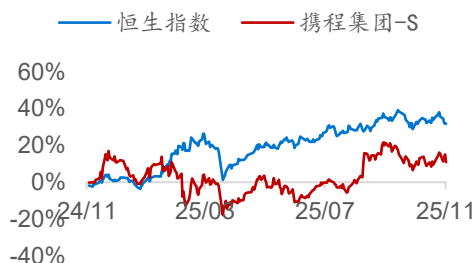
25Q3 点评：利润显著超预期，国际业务高速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-25

收盘价（港元）	546.50
近 12 个月最高/最低（港元）	607.0/410.0
总股本（百万股）	714
流通股本（百万股）	714
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	3,900
流通市值（亿港元）	3,900

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1.25Q2 点评:国际业务增长亮眼，利润超预期 2025-09-03

主要观点：

● 25Q3 业绩：

25Q3 业绩：营收稳健增长，投资收益致利润飙升。1）整体表现：

2025Q3，携程集团净营业收入录得 183 亿元（同比+16%，环比+24%），略超 BBG 预期 0.85%，主要得益于季节性旺季及强劲的旅游需求。归属股东净利润录得 199 亿元（去年同期为 68 亿元），主要系部分处置投资带来的一次性收益所致（本季度为 170 亿元，去年同期为 18 亿元）。Non-GAAP 归母净利润录得 192 亿元（去年同期为 60 亿元），超 BBG 预期 242%。经调整 EBITDA 为 63 亿元，同比增长 10.5%（去年同期为 57 亿元），超 BBG 预期 6.7%。

2）分业务看：住宿预订：收入 80 亿元（同比+18%），受益于出境及国际酒店预订的强劲增长。交通票务：收入 63 亿元（同比+12%），国际及出境机票预订表现亮眼。旅游度假：收入 16 亿元（同比+3%），受跨境游驱动。商旅管理：收入 7.56 亿元（同比+15%）。

● 出境游恢复超疫前水平，入境游快速增长

1）出境业务：Q3 出境酒店和机票预订量已恢复至 2019 年同期的 140%。国庆黄金周期间，出境游机酒预订量同比增长超 30%，长线游（如欧洲）增长显著，冰岛、挪威等地预订量翻倍。**2）入境业务：**受益于免签政策扩容及 144 小时过境免签政策，Q3 入境游预订量同比增长超过 100%。公司推出“Taste of China”等创新项目提升入境体验。**3）国际：**Trip.com 国际版平台总预订量同比增长约 60%，其中亚太地区增长超 50%，已成国际业务核心增长引擎。

● 营销投入加大以抢占国际市场，AI 赋能提效

1）Q3 销售及营销费用为 42 亿元，同比上升 24%，主要用于加大国际市场拓展力度（如韩国、泰国等地的 Mega Sale 活动）。产品研发费用同比上升 12%，主要系研发人员相关费用增加。**2）**公司持续投入 AI，Trip Genie AI 助手用户量 H1 同比增长超 200%，并在酒店搜索、客服等场景落地，提升转化率与服务效率。

● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入为 617/687/764 亿元（前值为 614/683/760 亿元），实现同比+16%/+11%/+11%；预计 2025/2026/2027 年实现经调整净利润 321/203/231 亿元（前值为 187/221/249 亿元），实现同比+78%/-37%/+14%，维持“买入”评级。

● 风险提示

旅游需求恢复不及预期；航空运力恢复不及预期；宏观经济风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53,377	61,715	68,652	76,353
收入同比 (%)	20%	16%	11%	11%
净利润 (NON-IFRS)	18,073	32,145	20,257	23,080
净利润 (NON-IFRS) 同比	38%	78%	-37%	14%
P/E	21.2	11.9	18.9	16.6
EPS (元)	26.5	27.2	31.5	35.1

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	51,093	94,368	109,625	130,028	营业收入	53,377	61,715	68,652	76,353
应收账款及票据	12,459	12,867	16,515	15,476	销售税	-83	-98	-69	-76
短期投资	28,475	29,636	39,045	39,045	营业成本	-9,990	-12,028	-13,388	-14,890
预付款及其他资产	20,093	12,749	12,749	12,749	毛利润	43,304	49,589	55,195	61,386
流动资产合计	112,120	149,619	177,933	197,298	产品研发	-13,139	-14,913	-16,476	-17,561
固定资产及在建工程	5,053	4,221	3,657	3,187	销售费用	-11,902	-14,457	-15,103	-16,798
无形资产及其他	74,506	72,898	72,898	72,898	管理费用	-4,086	-4,460	-4,961	-5,518
其他非流动资产	50,902	51,355	52,589	52,702	营业利润	14,177	15,759	18,654	21,510
非流动资产合计	130,461	128,474	129,144	128,787	利息收入	2,341	2,474	2,746	3,054
资产合计	242,581	278,093	307,077	326,085	财务费用	-1,735	-1,034	-2,060	-2,291
短期借款	19,433	27,759	29,805	31,482	其他收入	2,220	19,283	200	200
应付账款	16,578	29,388	30,512	27,765	利润总额	17,003	36,482	19,540	22,473
客户预付款	18,029	18,029	18,029	18,029	所得税	-2,604	-5,502	-2,060	-2,291
其他流动负债	19,970	19,970	19,970	19,970	联营公司损益	2,828	881	1,716	1,756
流动负债合计	74,010	95,147	98,316	97,245	净利润	17,227	31,861	19,197	21,939
长期借款	20,134	27,485	32,975	39,564	少数股东损益	-160	-130	-192	-219
其他非流动负债	4,955	4,256	4,257	4,258	归母净利润	17,099	31,749	19,005	21,720
非流动负债合计	25,089	31,741	37,232	43,822	Non-IFRS 净利润	18,073	32,145	20,257	23,080
负债合计	99,099	126,887	135,549	141,067					
普通股股东权益	141,807	150,470	170,791	184,280					
少数股东权益	932	736	737	738					
股东权益合计	142,739	151,206	171,528	185,018					
负债及股东权益合计	242,581	278,093	307,077	326,085					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	17,227	31,861	19,197	21,939
折旧和摊销	950	831	802	818
营运资本变动	7,954	-408	-	1,038
股权激励	2,135	2,888	2,928	3,295
其他	-128	-112	-192	-219
经营活动现金流	28,138	35,060	22,735	26,871
资本开支	-355	-271	-237	-349
其他	-2,656	-3,370	-4,234	-3,112
投资活动现金流	-3,011	-3,641	-4,471	-3,461
偿还长期贷款	-3,000	-3,000	-3,000	-2,999
其他	-25	-17	-7	-7
筹资活动现金流	-3,025	-3,017	-3,007	-3,006
现金净增加额	22,102	28,402	15,257	20,403

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
回报率				
净资产收益率	12.7%	21.4%	11.9%	12.5%
ROA	7.5%	11.6%	6.6%	7.1%
ROIC	9.9%	15.6%	8.6%	9.0%
增长率				
收入增长率	19.8%	15.6%	11.2%	11.2%
利润增长率	38.3%	77.9%	-37.0%	13.9%
总资产增长率	10.7%	14.6%	10.4%	6.2%
资产管理能力				
应收周转天数	85.2	76.1	87.8	74.0
应付周转天数	113.4	173.8	162.2	132.7
总资产周转率	0.22	0.22	0.22	0.23
偿债能力				
资产负债率	40.9%	45.6%	44.1%	43.3%
流动比率	1.5	1.6	1.8	2.0

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

分析师：赵亮，悉尼大学金融学硕士，主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域，2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号：S0010525070001

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（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，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。