

## 今日焦點：

## ► Trip.com——中國在線旅遊代理龍頭，具結構性盈利集中優勢

據悉，Trip.com（9961 HK，股價609.00港元，市值4,199億港元）是中國所有上市旅遊公司中盈利能力最強的企業。作為中國領先的在線旅遊代理平台，市場佔有率約56%，公司在後疫情旅遊反彈及入境遊復甦的支持下，收入與利潤均創新高，並維持高毛利率及經營利潤率。其表現植根於規模優勢、廣泛的供應覆蓋、強大的履約與服務執行力。

約2010年，中國在線旅遊代理市場尚處早期階段，競爭主要依靠補貼燒錢驅動。自2014年起，Trip.com透過關鍵併購（如同程、去哪兒、藝龍），引領行業走出補貼驅動的需求模式，恢復更健康的經營環境。隨著競爭緩和與市場集中度提升，公司鞏固了領導地位及經營槓桿效應，得以在整個旅行旅程中更緊密地整合需求捕捉與變現能力。

Trip.com營運一個整合式平台，提供一站式交通票務、酒店預訂及打包旅遊產品。近年，公司擴展至商旅及定制私人遊領域，以捕捉高消費客戶群。這些業務環節沿同一旅行旅程相互連結，數據與服務執行力有助提升轉化率及重複使用率。

## 1). 交通票務：高頻流量入口

雖然利潤率受鐵路渠道規則及航空公司推動直銷所限，但廣泛的覆蓋與穩定的票務服務鞏固了用戶獲取及品牌心智佔有。用戶行為數據（目的地、時間、價格敏感度）支持需求預測、個性化推薦，並交叉銷售至酒店等其他業務。

## 2). 酒店預訂：主要盈利引擎

中國酒店供應格局分散（連鎖化滲透率約40%），獨立酒店高度依賴線上分銷，Trip.com得以維持相對穩定的佣金基礎（約15%-20%）。其「特價/金牌/標準」分級體系透過流量分配及效果營銷進行變現：酒店可支付費用以獲得更佳展示位置、標籤及活動資源，從而產生增量收入。憑藉票務導流及強大的定價、庫存與履約能力，Trip.com提升酒店預訂轉化率與盈利能力的同時，亦增加了酒店合作夥伴的黏性。

## 3). 打包旅遊及商旅：延伸價值並平滑週期性

打包旅遊及定制化產品能提高平均訂單金額，但季節性較強；商旅業務則嵌入企業差旅政策及費用報銷/OA工作流程，創造了高轉換成本及更穩定、基於合約的需求。

基於上述驅動因素，2025年第三季度收入同比增長15%至183億元人民幣，優於預期。期內海外預訂量同比增長約80%，入境預訂量倍增，推動毛利率維持在80%以上。銷售及市場費用同比上升27%，主要用於海外擴張。淨利潤大幅增至199億元人民幣，主要由於出售MakeMyTrip持股的一次性收益。剔除非經常性項目，經調整經營利潤為62億元人民幣（同比增長13%），意味著經營利潤率達34%。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,848	0.9%	4.8%
中資企業指數	9,285	0.7%	4.2%
紅籌指數	4,146	0.8%	3.3%
滬深300指數	4,761	-0.6%	2.8%
上海A股	4,340	-0.6%	1.6%
上海B股	257	-0.3%	1.6%
深圳A股	2,800	-1.4%	5.7%
深圳B股	1,271	-0.8%	0.5%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,191	-0.0%	2.3%
標普500	6,963	-0.2%	1.7%
美國納斯達克指數	23,709	-0.1%	2.0%
日經平均指數	53,978	0.8%	7.2%
英國富時指數	10,137	-0.0%	2.1%
法國證商公會指數	8,347	-0.1%	2.4%
德國法蘭克福指數	25,420	0.1%	3.8%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	4,586	-0.2%
銅價	(美元/盎司)	2,722	2.7%
銀價	(美元/盎司)	86	2.2%
原油	(美元/桶)	61	2.8%
鉛價	(美元/盎司)	13,164	1.3%
鋁價	(美元/盎司)	3,197	2.0%
鉛價	(美元/盎司)	2,337	-0.3%
鋅價	(美元/盎司)	3,201	1.5%
小麥	(美分/蒲式耳)	510	-1.3%
玉米	(美分/蒲式耳)	419	-5.8%
糖	(美分/磅)	65	2.6%
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,038	-2.2%
PVC	(美元/噸)	4,890	1.8%
CRB 指數		306	1.7%
BDI			-1.7% -11.6%

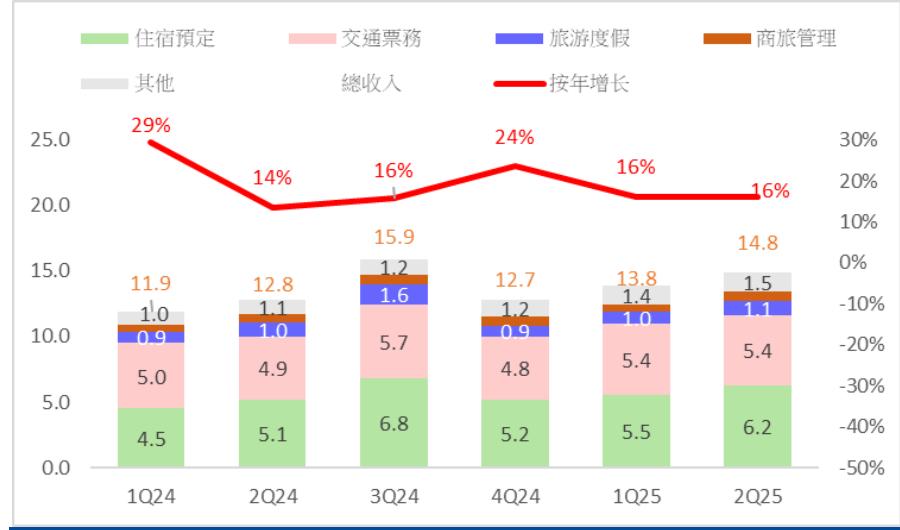
匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元	7.8	0.9	159.1	0.8	7.0	
港元	0.1	0.1	20.4	10.3	0.9	
歐羅	1.2	9.1	185.3	1.1	8.1	
日元	0.0	4.9	0.5	0.5	0.0	
瑞郎	1.2	9.7	1.1	198.6	8.7	
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.8	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期	N/A	N/A
希臘	83	-2.4%
愛爾蘭	139	-0.6%
義大利	207	-0.0%
葡萄牙	108	0.3%
西班牙	15	8.3%
波動率指數		

# SUNWAH KINGSWAY

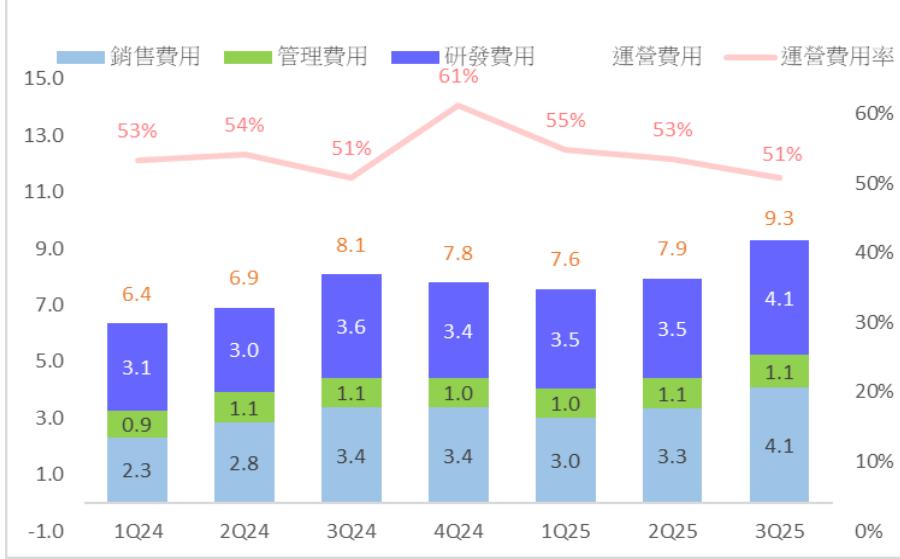
## 新華滙富

圖 1: 营收(人民幣十億)



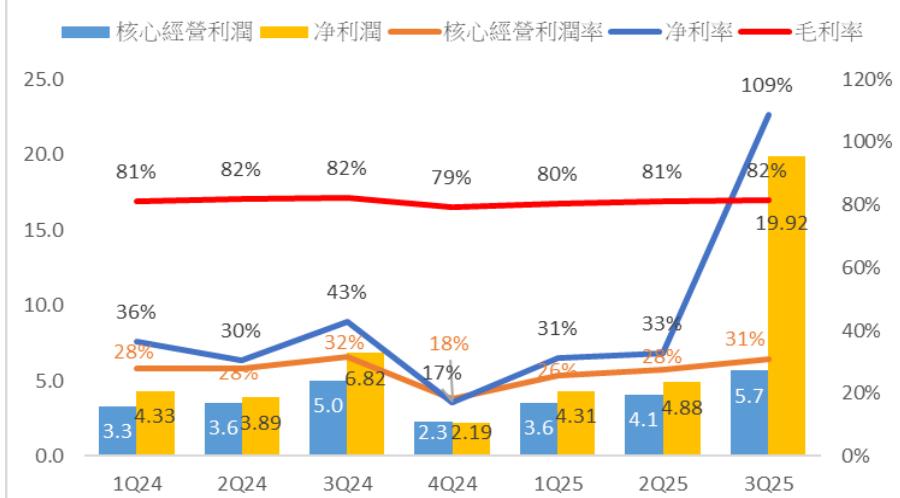
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 2: 運營費用拆解(人民幣十億)



資料來源：公司數據，新華滙富

圖 3: 利潤率指標拆解(人民幣十億)

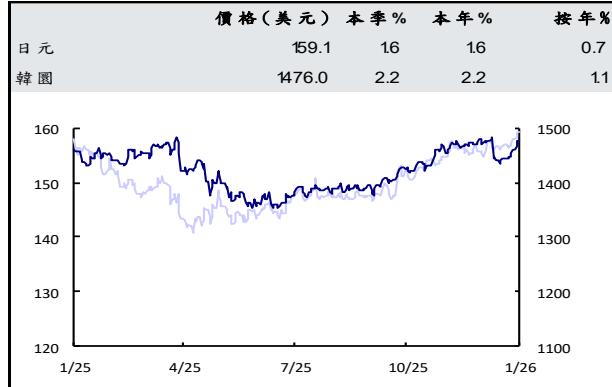
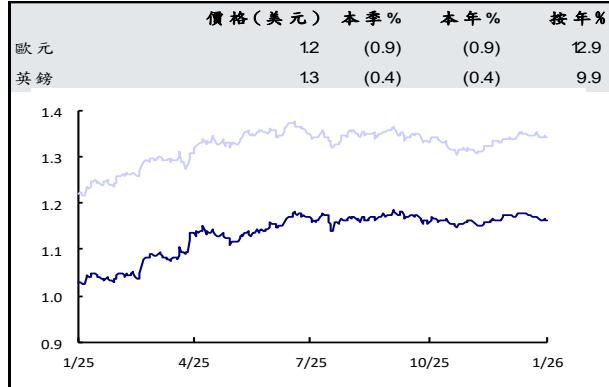
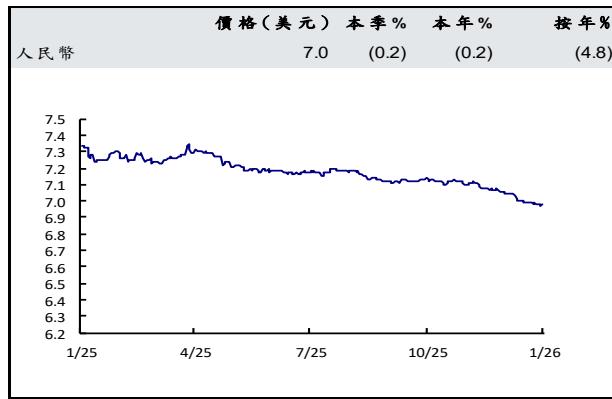
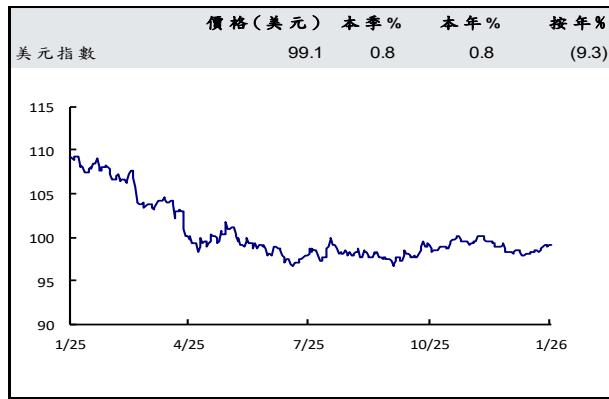
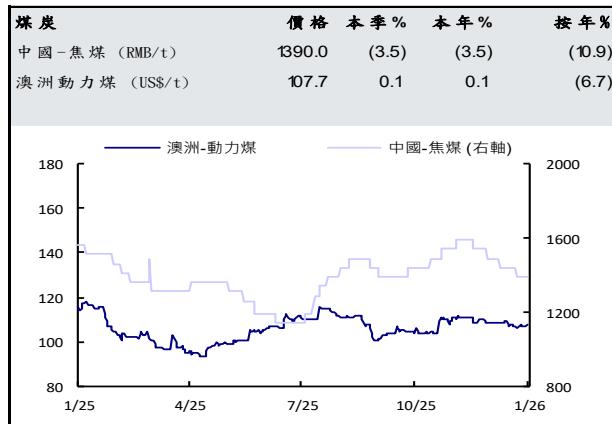
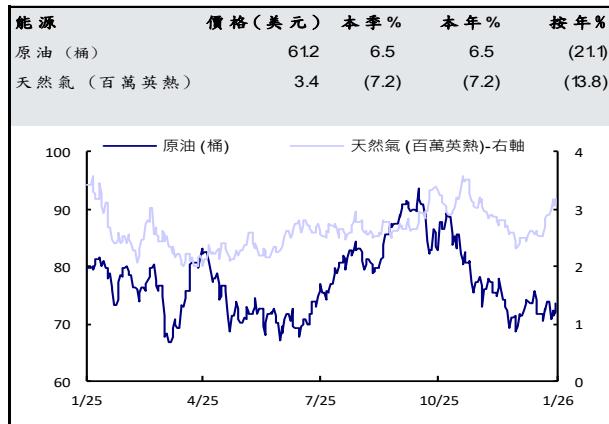
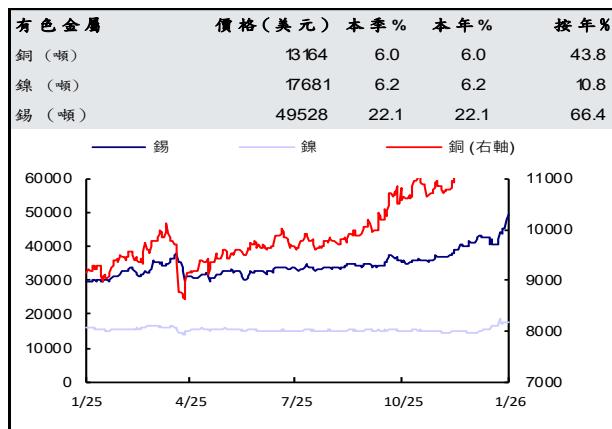
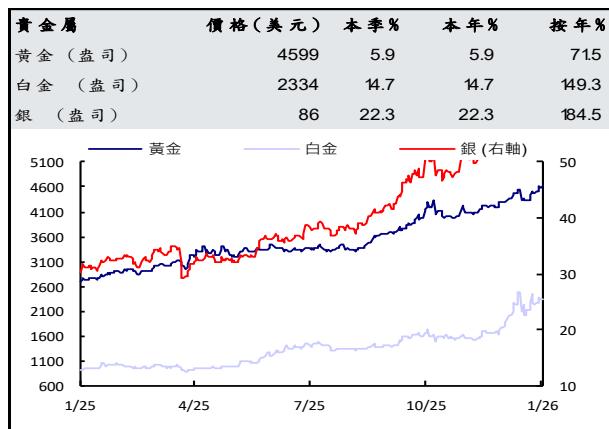


資料來源：公司數據，新華滙富

此等表現由長期建立的結構性優勢所支撐，Trip.com的市場地位建基於系統層面的護城河。在消費者端，廣泛的供應覆蓋、24/7客服及強大的突發應對能力保障了可靠性，降低旅行不確定性。在供應端及企業端，更深的系統連接及工作流程整合提升了合作夥伴黏性與轉換成本。這些因素共同強化雙邊網絡效應：更大的用戶基礎改善數據與體驗，更豐富的高質量供應吸引更高價值需求，形成自我強化的循環。

**我們觀點：**Trip.com穩健的第三季業績，加上強勁的海外增長，帶來額外上行空間。展望未來，低線城市滲透、更個性化的旅遊需求及亞太區復甦應可支持增長。其全球佈局（Trip.com及Skyscanner）有助捕捉出境及入境旅遊流量。此外，公司在人工智能領域的高研發投入，預計將透過客戶端工具及後端優化提升轉化率與成本效益。該股現價對應2026年預測市盈率約18倍。（研究部）

## 市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

## 美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月	26年1月13日	
新屋銷售	月	26年1月13日	
零售業銷售額	月	26年1月14日	
生產者物價指數	月	26年1月14日	
成屋銷售量	月	26年1月14日	
商業庫存	月	26年1月14日	
首次申請失業保險金人數	週	26年1月15日	
工業生產指數	月	26年1月16日	
新屋開工與營建許可	月	26年1月20日	
個人收入與支出	月	26年1月22日	
國內生產毛額	季	26年1月22日	
耐久財訂單	月	26年1月26日	
消費者信心指數	月	26年1月27日	
工廠訂單	月	26年1月29日	
貿易收支	月	26年1月29日	
批發庫存	月	26年1月29日	
採購經理人指數	月	26年2月2日	
就業報告	月	26年2月6日	
汽車銷售	月		

## 中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月	26年1月14日	
貿易收支	月	26年1月14日	
零售業銷售額	月	26年1月19日	
工業生產報告	月	26年1月19日	
國內生產毛額	年	26年1月19日	
採購經理人指數	月	26年1月31日	
外匯儲備	季	26年2月7日	
生產者物價指數	月	26年2月11日	
消費者物價指數	月	26年2月11日	

## 香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月	26年1月20日	
消費者物價指數	月	26年1月22日	
貿易收支	月	26年1月27日	
M2貨幣供應量	月	26年1月30日	
國內生產毛額	季	26年1月30日	
零售業銷售額	月	26年2月3日	
採購經理人指數	月	26年2月4日	
外匯儲備	月	26年2月6日	
生產價格	季	26年3月13日	
工業生產報告	季	26年3月13日	
綜合利率	月		

## 滙富研究部

**分析員**  
王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**  
howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**  
(852)22837307  
(852)22837306

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

資料來源：香港交易所

**免責聲明**

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有攜程集團有限公司 (9961.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

**總辦事處聯屬公司及海外辦事處****香港**

滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

**廣州**

廣東新華滙富商業保理有限公司  
廣州越秀區先烈中路69號  
東山廣場2701室  
郵編510095

**越南**

新華滙富越南服務有限公司代表處  
SunwahTower, MezzanineFloor  
115 Nguyen Hue  
District 1  
Ho Chi Minh City  
Vietnam