

今日焦點:

► 攜程集團 (9961 HK, 港幣403.8元, 市值港幣2,640億元) 25年第四季收入勝預期, 海外投入令利潤率受壓

攜程集團是中國領先的在線旅遊平台。其公佈的25年第四季度收入為人民幣154億元 (同比增長21% / 環比下降16%)，儘管面臨典型的季節性放緩，仍保持了穩健增長，並高於市場預期的人民幣149億元。

圖 1: 24 年下半年和 25 年上半年數據對比 (人民幣/百萬)

	4Q24		3Q25		4Q25			
	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	按年同比	按季度比
住宿	5.2	41%	8.0	44%	6.3	41%	21%	-22%
交通	4.8	37%	6.3	34%	5.4	35%	12%	-15%
旅遊度假	0.9	7%	1.6	9%	1.1	7%	21%	-34%
商旅管理	0.7	5%	0.8	4%	0.8	5%	15%	7%
其他	1.2	10%	1.7	9%	1.9	12%	54%	16%
總收入	12.8		18.4		15.4		21%	-16%
成本	2.6		3.4		3.2		23%	-4%
毛利潤	10.1	79%	15.0	81%	12.2	79%	0 ppt	-2 ppt
研發費用	3.4	27%	4.1	22%	4.0	26%	19%	-1%
銷售費用	3.4	26%	4.2	23%	4.4	29%	30%	5%
管理費用	1.0	8%	1.1	6%	1.2	8%	16%	5%
運營費用	7.8	61%	9.4	51%	9.6	62%	23%	2%
核心經營利潤	2.3	18%	5.6	30%	2.5	16%	10%	-55%
股東應佔利潤	2.2	17%	19.9	108%	4.3	28%	98%	-78%

資料來源: 公司數據, 新華滙富

住宿預訂業務強勁, 支撐增長: 第四季度住宿預訂收入達人民幣63億元 (同比增長21.4% / 環比下降22%)，佔總收入的41%。增長由更強勁的預訂量帶動，隨著預訂量增加、平均每日房價 (ADR) 改善以及平均預訂價值上升，顯示需求具韌性。

交通票務業務勢頭保持韌性: 第四季度交通票務收入為人民幣54億元 (同比增長12% / 環比下降15%)。同比增長主要受惠於票務量增加以及產品組合向收益率更高的國際機票傾斜的有利變化，提升了每張票的收入。

廣告、打包旅遊及商務旅遊表現優於預期: 其他收入 (主要為廣告) 因海外業務擴張帶動廣告變現能力增強而同比大幅增長54%至人民幣19億元。打包旅遊收入同比增長21%至人民幣10.6億元，受出境度假需求增加及國內休閒旅遊走強推動。商務旅遊收入同比增長15%至人民幣8億元。該領域被視為客戶黏性高的業務，於2025年服務了超過28,000家中國企業。

海外業務勢頭強勁: 2025年，攜程的國際在線旅遊平台總預訂量同比增長60%，全年服務入境旅客約2,000萬人次。國際業務收入佔比由去年的35%提升至40%，亞太區為主要擴張焦點。儘管中東當前局勢可能暫時導致需求減少，但長期而言將是攜程的增長領域。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,059	-2.1%	1.7%
中資企業指數	8,701	-1.8%	-2.4%
紅籌指數	4,438	-0.0%	10.5%
港深300指數	4,728	0.4%	2.1%
上海A股	4,386	0.5%	6.1%
上海B股	269	-0.0%	6.1%
深圳A股	2,872	-0.7%	8.5%
深圳B股	1,220	0.7%	-3.5%

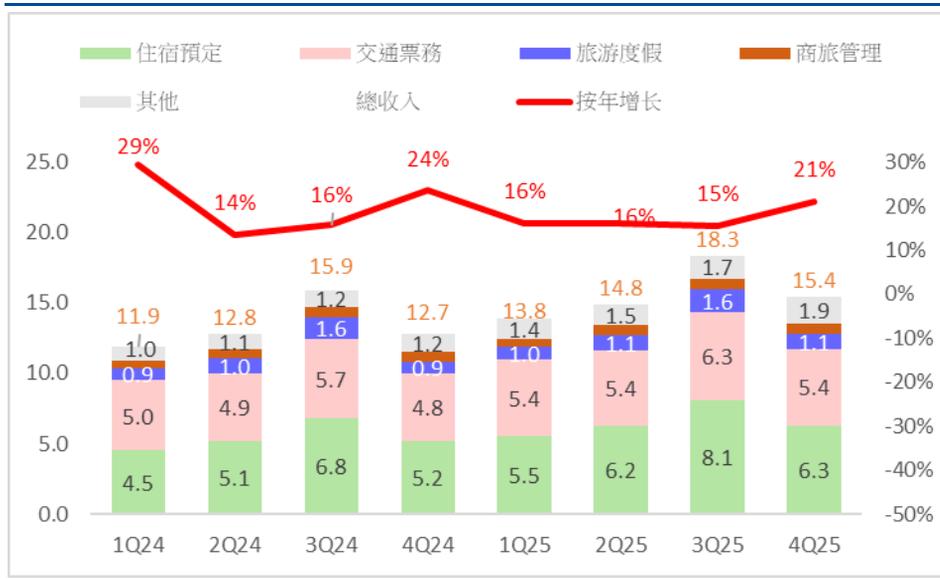
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,904	-0.1%	1.8%
標普500	6,881	0.0%	0.5%
美國納斯達克指數	22,748	0.4%	-2.1%
日經平均指數	57,578	-0.8%	14.4%
英國富時指數	10,780	-1.2%	8.5%
法國證券公會指數	8,394	-2.2%	3.0%
德國法蘭克福指數	24,638	-2.6%	0.6%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,322	0.8%	23.8%
銅價 (美元/盎司)	3,045	-0.0%	19.7%
銀價 (美元/盎司)	89	-4.7%	26.6%
原油 (美元/桶)	71	6.3%	24.1%
鋁價 (美元/盎司)	13,108	-1.5%	5.5%
鎳價 (美元/盎司)	3,194	1.2%	6.6%
鉛價 (美元/盎司)	2,307	-2.6%	12.0%
錫價 (美元/盎司)	3,317	-1.8%	6.4%
小麥 (美分/蒲式耳)	574	0.5%	13.3%
玉米 (美分/蒲式耳)	445	0.5%	-0.6%
糖 (美分/磅)	103	34.6%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,164	0.0%	9.7%
PVC (美元/噸)	4,819	0.6%	10.8%
CRB 指數	320	3.4%	3.0%
BDI			14.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	157.4	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.1	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.1		184.0	1.1	8.1
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	202.0		8.9
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		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	21	2.0%

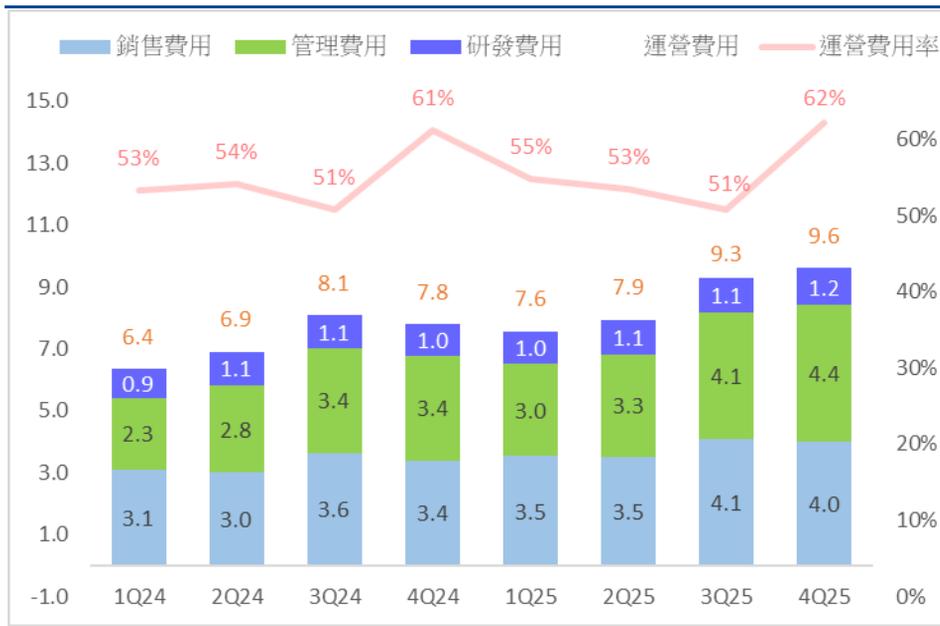
圖 2: 營收 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

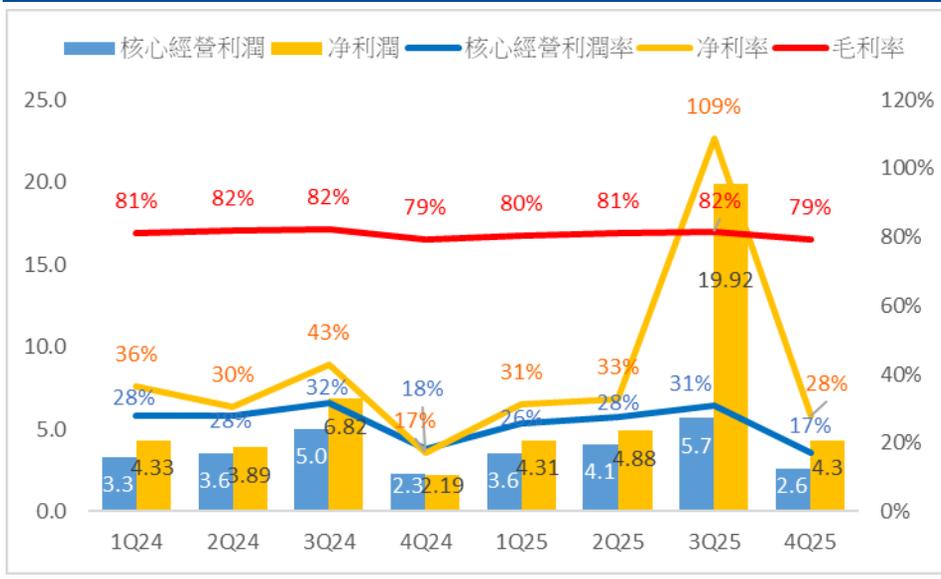
盈利能力因海外投資而放緩: 銷售及市場營銷開支同比增長30%，壓制了利潤率。由於目前利潤率較低的國際業務佔比提高，毛利率放緩至79%（同比及環比均下降），而核心經營利潤率放緩至16.5%，核心經營利潤為人民幣25.4億元。按通用會計準則計算的經營利潤同比增長10%至人民幣43億元，遠低於市場預期。

圖 3: 運營費用拆解 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 利潤率指標拆解 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

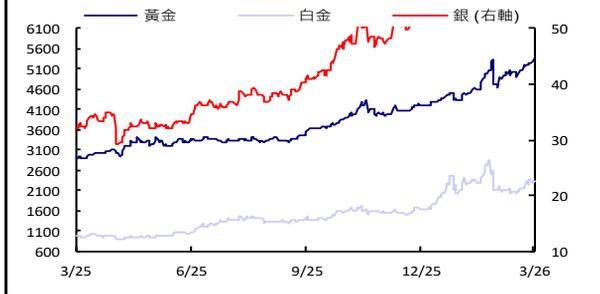
業務展望: 管理層透露, 正全力配合國家市場監督管理總局正在進行的調查。此外, 管理層指引指出, 進入2026年春節旺季, 需求將保持韌性, 國內酒店預訂和出境旅遊將實現雙位數增長, 平均每日房價 (ADR) 溫和提升, 每次旅行花費保持穩定。管理層認為入境旅遊將是一個高增長領域, 並將繼續加強全天候多語言客戶支持、拓寬端到端產品覆蓋範圍, 以及提升全球供應和履約能力。海外業務的虧損率預計將收窄至低雙位數水平。公司還將加大人工智能投資, 以增強旅遊探索和行程規劃、改善實時庫存和定價, 並在預訂及售後旅程的各個環節提升轉化率和服務質量。

我們的觀點: 第四季度業績穩健, 收入持續增長。利潤率因海外投資增加而受壓, 但海外虧損已逐步收窄, 隨著規模效應和營銷效率顯現, 預計整體盈利能力將在2026年逐步改善。

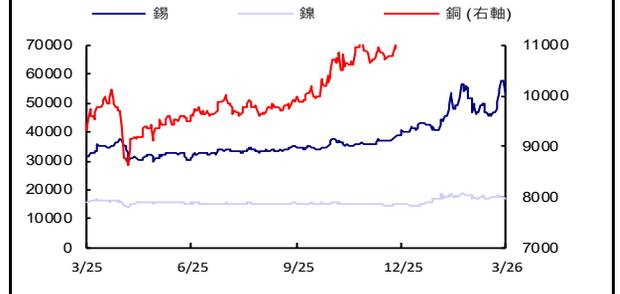
近期股價很大程度上受監管不明朗因素拖累。參照中國互聯網公司的先例, 此次調查很可能導致行政罰款, 估計範圍在人民幣10億至20億元。相較於25財年超過人民幣300億元的淨利潤, 此金額屬可控範圍。此外, 市場擔憂酒店端的商業條款可能如何變化以及重塑競爭格局。我們相信公司能夠調整其收入模式以將影響降至最低, 其穩固的客戶群亦可能得以維持。該股目前股價相當於26財年預測市盈率12.5倍。(研究部)

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

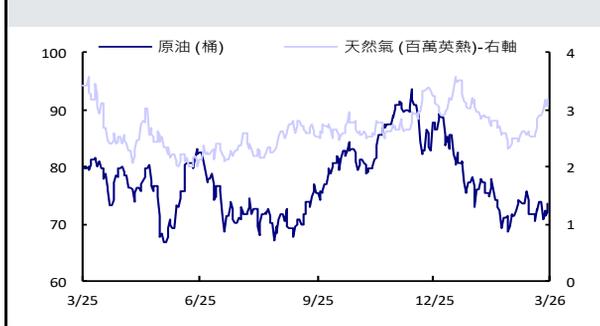
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	5312	22.4	22.4	83.1
白金 (盎司)	2315	13.8	13.8	138.2
銀 (盎司)	88	25.0	25.0	175.6



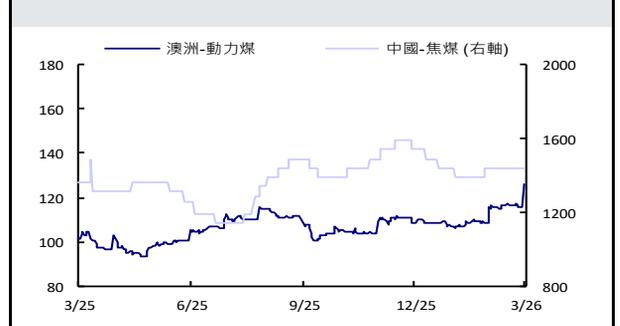
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13108	5.5	5.5	39.2
鎳 (噸)	17160	3.1	3.1	8.0
錫 (噸)	53685	32.4	32.4	70.0



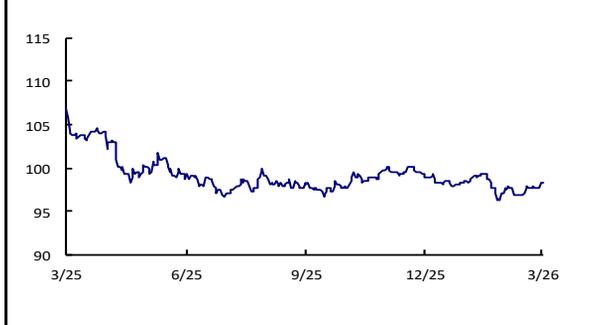
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	71.2	24.1	24.1	4.2
天然氣 (百萬英熱)	3.0	(19.7)	(19.7)	(28.2)



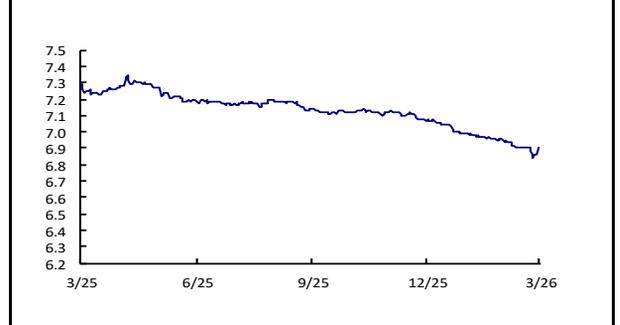
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	0.0	0.0	5.9
澳洲動力煤 (US\$/t)	125.9	17.1	17.1	24.1



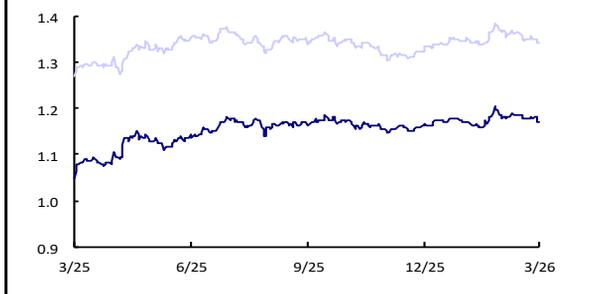
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.4	0.1	0.1	(7.8)



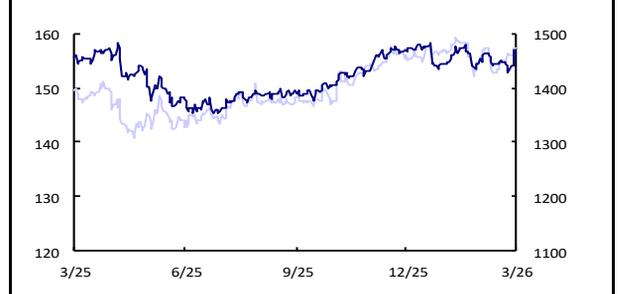
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(12)	(12)	(5.2)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(0.5)	(0.5)	11.5
英鎊	1.3	(0.5)	(0.5)	5.6



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	157.4	0.4	0.4	5.3
韓圓	1468.6	1.7	1.7	0.8



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
採購經理人指數	月		26年3月2日
就業報告	月		26年3月6日
零售業銷售額	月		26年3月6日
商業庫存	月		26年3月6日
消費者物價指數	月		26年3月11日
貿易收支	月		26年3月12日
新屋開工與營建許可	月		26年3月12日
個人收入與支出	月		26年3月13日
耐久財訂單	月		26年3月13日
國內生產毛額	季		26年3月13日
生產者物價指數	月		26年3月18日
新屋銷售	月		26年3月19日
消費者信心指數	月		26年3月31日
工廠訂單	月		26年3月18日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月5日
批發庫存	月		26年3月19日
成屋銷售量	月		26年3月10日
工業生產指數	月		26年3月16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
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
M2貨幣供應量	月		26年3月9日
生產者物價指數	月		26年3月9日
消費者物價指數	月		26年3月9日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3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
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
國內生產毛額	季		26年5月5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

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，在未經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
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam