

携程集团-S (09961.HK)

优于大市

2025 业绩韧性增长，出行履约壁垒难撼，关注监管进展

核心观点

Q4 收入增速环比提速，利润率继续因结构性占比同比回落。2025Q4 公司收入 154 亿元/+20.8%，好于彭博一致预期的 16.7%，环比上季度的 15.5% 增速有所提速；Non-GAAP 归母净利润 34.8 亿元/+14.7%，其中主业相关的经调整 EBITDA 为 34.2 亿元/+14.6%，好于彭博一致预期的+12.0%，对应利润率为 22.2%/-1.2pct。总体上四季度业绩取得良好表现，海外 Trip.com 平台旺季依旧维持高增速显示出份额获取效果突出，利润率继续因其结构性占比提升同比回落。2025 年公司收入 624 亿元/+17.1%，Non-GAAP 归母净利润 318.4 亿元，其中包括出售 Makemytrip 股权在内的非经常性投资利得 199 亿元。

收入拆分：Q4 平台国内酒店价格实现止跌，注重用户体验持续优化交通变现力度，海外 Trip.com 旺季份额继续扩张。2025Q4 公司住宿预订收入 62.9 亿元/+21.4%，交通票务收入 53.7 亿元/+12.3%，旅游度假收入 10.6 亿元/+21.4%，商旅管理收入 8.1 亿元/+15.1%，其他收入 19.1 亿元/+54.3%。分区域：1) 估算 Q4 国内收入同比增长约高个位数，其中酒店间夜增速 10-15%，按酒店之家估算行业增速为 7%，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；同时伴随行业供需格局改善价格同比预计已经实现止跌；平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳增长，但考虑公司适度降低交通业务变现程度优化用户体验对收入端有所扰动。2) 估算 Q4 出境收入双位数增长，其中机票预计受区域事件扰动同比增速相对放缓，酒店维持积极态势。3) Trip.com 平台机酒预定量增长约 60%，预计旺季结构性占比进一步增加至约 18%，也带动公司 Q4 销售费用率提升至 28.1%。

关注反垄断调查监管进展，技术变化短期仍难撼出行履约壁垒，50 亿美元回购额度提供股东回报基础。近期市场分歧核心集中于两点：一是反垄断调查可能涉及平台调价助手、流量分配机制等运营自主性；二是 AI 技术变革对垂类 OTA 商业模式潜在颠覆。就监管而言，我们估算携程住宿业务佣金率 9.3%，显著低于国际同行水平，预计本身具备安全边际；调查更多指向定价工具和流量分配机制的合规性，实际需要待监管落地与运营细节调整，但上游供给竞争下平台价值仍在。就技术而言，旅游消费强履约属性（机酒库存实时确认、退改签、突发响应等）构筑壁垒，携程正积极接入外部智能体获取流量增量，但同时也依托供应链整合与履约能力把核心交易与服务环节把控在平台内并持续优化预订体验。展望后续，公司主业经营稳健，国际份额扩张及入境游、银发经济等结构性增量清晰，有望支撑业绩稳步增长。需跟踪监管调查落地节奏，同时去年宣布的 50 亿美元回购额度进展也值得关注。

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：当前考虑出境游市场略受扰动以及 Trip.com 维持强势增长对利润率的结构性影响，暂下调 2026-2027 年预测并新增 2028 年，预计 Non-GAAP 净利润分别 200/230/265 亿元（此前为 212/245/-亿元），对应动态 PE 为 13/11/10x。短期监管叠加 AI 对垂类冲击担心扰动下公司估值回调至历史中枢下限水平，考虑公司全面供应链整合与优质客户服务的平台履约壁垒仍是价值根基，叠加充裕回购额度下的股东回报支撑，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	53,294	62,409	71,198	82,249	94,786
(+/-%)	19.7%	17.1%	14.1%	15.5%	15.2%

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
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
 S0980511040003 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 397.00 港元
 总市值/流通市值 283277/283277 百万港元
 52 周最高价/最低价 613.00/390.40 港元
 近 3 个月日均成交额 1920.10 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) -Q3 延续绩优表现，海外份额扩张蓄力中线空间》——2025-11-24
 《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) -一季度业绩稳健增长，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

经调整净利润(百万元)	18041	31839	20003	23016	26465
(+/-%)	38.0%	76.5%	-37.2%	15.1%	15.0%
每股收益(元)	25.28	44.62	28.75	33.08	38.04
EBIT Margin	26.0%	24.8%	24.5%	24.7%	25.2%
净资产收益率(ROE)	10.0%	19.3%	9.4%	9.8%	10.4%
市盈率(PE)	14.6	8.3	12.9	11.2	9.7
EV/EBITDA	26.0	23.2	20.8	18.5	16.3
市净率(PB)	1.85	1.54	1.36	1.23	1.10

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

Q4 收入增速环比提速，利润率继续因结构性占比同比回落。2025Q4 公司收入 154 亿元/+20.8%，好于彭博一致预期的 16.7%，环比上季度的 15.5%增速有所提速；Non-GAAP 归母净利润 34.8 亿元/+14.7%，其中主业相关的经调整 EBITDA 为 34.2 亿元/+14.6%，好于彭博一致预期的+12.0%，对应利润率为 22.2%/-1.2pct。总体上四季度业绩取得良好表现，海外 Trip.com 平台旺季依旧维持高增速显示出份额获取效果突出，利润率继续因其结构性占比提升同比回落。2025 年公司收入 624 亿元/+17.1%，Non-GAAP 归母净利润 318.4 亿元，其中包括出售 Makemytrip 股权在内的非经常性投资利得 199 亿元。

收入拆分：Q4 平台国内酒店价格实现止跌，注重用户体验持续优化交通变现力度，海外 Trip.com 旺季份额继续扩张。2025Q4 公司住宿预订收入 62.9 亿元/+21.4%，交通票务收入 53.7 亿元/+12.3%，旅游度假收入 10.6 亿元/+21.4%，商旅管理收入 8.1 亿元/+15.1%，其他收入 19.1 亿元/+54.3%。分区域：1) 估算 Q4 国内收入同比增长约高个位数，其中酒店间夜增速 10-15%，按酒店之家估算行业增速为 7%，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；同时伴随行业供需格局改善价格同比预计已经实现止跌；平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳增长，但考虑公司适度降低交通业务变现程度优化用户体验对收入端有所扰动。2) 估算 Q4 出境收入双位数增长，其中机票预计受区域事件扰动同比增速相对放缓，酒店维持积极态势。3) Trip.com 平台机酒预定量增长约 60%，预计旺季结构性占比进一步增加至约 18%，也带动公司 Q4 销售费用率提升至 28.1%。

关注反垄断调查监管进展，技术变化短期仍难撼出行履约壁垒，50 亿美金回购额度提供股东回报基础。近期市场分歧核心集中于两点：一是反垄断调查可能涉及平台调价助手、流量分配机制等运营自主性；二是 AI 技术变革对垂类 OTA 商业模式潜在颠覆。就监管而言，我们估算携程住宿业务佣金率 9.3%，显著低于国际同行水平，预计本身具备安全边际；调查更多指向定价工具和流量分配机制的合规性，实际需要待监管落地与运营细节调整，但上游供给竞争下平台价值仍在。就技术而言，旅游消费强履约属性（机酒库存实时确认、退改签、突发响应等）构筑壁垒，携程正积极接入外部智能体获取流量增量，但同时也依托供应链整合与履约能力把核心交易与服务环节把控在平台内并持续优化预订体验。展望后续，公司主业经营稳健，国际份额扩张及入境游、银发经济等结构性增量清晰，有望支撑业绩稳步增长。需跟踪监管调查落地节奏，同时去年宣布的 50 亿美元回购额度进展也值得关注。

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：当前考虑出境游市场略受扰动以及 Trip.com 维持强势增长对利润率的结构性影响，暂下调 2026-2027 年预测并新增 2028 年，预计 Non-GAAP 净利润分别 200/230/265 亿元（此前为 212/245/-亿元），对应动态 PE 为 13/11/10x。短期监管叠加 AI 对垂类冲击担心扰动下公司估值回调至历史中枢下限水平，考虑公司全面供应链整合与优质客户服务的平台履约壁垒仍是价值根基，叠加充裕回购额度下的股东回报支撑，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	48439	46451	60998	75872	96941	营业收入	53294	62409	71198	82249	94786
应收款项	32552	42592	50326	60391	67259	营业成本	9990	12122	13893	15825	18203
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	2654	0	6906	7978	9479	销售费用	11902	14904	17730	21068	24771
流动资产合计	112120	121050	151838	184570	222074	管理费用	17535	19920	22134	25056	27910
固定资产	5053	5445	5383	5285	5151	财务费用	(606)	(1754)	(575)	(982)	(1485)
无形资产及其他	74429	76162	75705	75251	74799	投资收益	0	0	1080	1080	1230
投资性房地产	3785	3355	3355	3355	3355	资产减值及公允价值变动	2220	21321	0	0	0
长期股权投资	47194	61375	61375	61425	61475	其他收入	310	310	1019	1052	1085
资产总计	242581	267387	297655	329885	366854	营业利润	17003	38848	20116	23414	27702
短期借款及交易性金融负债	19433	19335	20302	21317	22383	营业外净收支	0	0	700	600	600
应付款项	18695	19150	24835	28368	32251	利润总额	17003	38848	20816	24014	28302
其他流动负债	35882	39684	45397	52420	60083	所得税费用	2604	5815	3116	3595	4236
流动负债合计	74010	78169	90534	102104	114717	少数股东损益	160	92	92	109	130
长期借款及应付债券	20134	11430	11430	11430	11430	经调整归属于母公司净利润	18041	31839	20003	23016	26465
其他长期负债	4955	5188	5208	5228	5258						
长期负债合计	25089	16618	16638	16658	16688	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	99099	94787	107172	118762	131405	净利润	18041	31839	20003	23016	26465
少数股东权益	932	1651	1743	1852	1983	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	142550	170949	188741	209270	233466	折旧摊销	851	845	1019	1052	1085
负债和股东权益总计	242581	267387	297655	329885	366854	公允价值变动损失	(2220)	(21321)	0	0	0
						财务费用	(606)	(1754)	(575)	(982)	(1485)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	2102	(2466)	(3223)	(561)	3208
每股收益	25.28	44.62	28.75	33.08	38.04	其它	(3642)	1194	(2120)	(2377)	(2139)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	15132	10091	15680	21130	28619
每股净资产	199.78	239.58	271.29	300.80	335.58	资本开支	0	(22248)	(500)	(500)	(500)
ROIC	12%	12%	14%	16%	19%	其它投资现金流	(10727)	(3532)	(1600)	(6721)	(8066)
ROE	10%	19%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(8579)	(39961)	(2100)	(7271)	(8616)
毛利率	81%	81%	80%	80.76%	81%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	26%	25%	24%	25%	25%	负债净变化	1035	(8704)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	26%	26%	26%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	20%	17%	14%	16%	15%	其它融资现金流	(1776)	45290	967	1015	1066
净利润增长率	38%	76%	-37%	15%	15%	融资活动现金流	294	27882	967	1015	1066
资产负债率	41%	36%	37%	37%	36%	现金净变动	6847	(1988)	14547	14874	21069
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	41592	48439	46451	60998	75872
P/E	14.6	8.3	12.9	11.2	9.7	货币资金的期末余额	48439	46451	60998	75872	96941
P/B	1.9	1.5	1.4	1.2	1.1	企业自由现金流	14696	(10721)	12127	17253	24117
EV/EBITDA	26	23	21	18	16	权益自由现金流	14468	27357	13583	19103	26446

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提及的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