

互联网	收盘价 港元 436.40	目标价 港元 509.00个	潜在涨幅 +16.6%
-----	------------------	-------------------	----------------

2024年5月21日

携程集团 (9961 HK)

内地酒店价格下跌，但预定量超预期增长；预期全年利润率持平

④ **2024年1季度业绩**：收入119亿元（人民币，下同），同比增29%，略高于我们/彭博市场预期2%，其中酒店住宿+29%/交通+20%/旅游度假+129%/商旅+15%。调整后净利润同比增96%至41亿元，净利率34%，对比去年同期22%。净利润超过我们/彭博市场预期32%/45%，得益于有效控费、交叉销售优化及高利润业务占比提升。市场恢复下营销活动保持投入，调整后营销费用同比增32%，占收比稳定在19%，好于预期的22-23%。

④ **1季度业绩要点**：1) 内地机酒预订量同比增20%+，酒店ADR同比低个位数下降，主要因部分需求向出境游分流及低线城市旅游快速发展。2) 出境机酒预订同比翻倍增长，春节假期完全恢复至2019年水平，领先整体国际航空客运量70%的恢复速度。机票价格趋于常态化，为2019年的120%（去年同期150%）。3) Trip.com收入同比增~80%，免签政策及支付渠道优化带动入境游预定增超4倍，贡献Trip.com收入20%。

④ **展望**：微调收入预测，基于营销投放及运营效率提升，以及股票回购，上调2024年调整后净利润/每股收益12%/27%，预计调整后净利润率30.1%。五一之后数据显示，内地酒店价格下跌幅度高于此前预期，预计2季度酒店价格下跌~10%，且趋势或延续至3季度，并在4季度迎来边际改善。虽有价格下跌扰动，但公司通过强用户心智及供应链优势，持续获得市场份额，推动预定量保持双位数增长，我们维持内地业务个位数增长预期。预计2024年出境收入接近完全恢复至2019年，国际业务保持30%+增长。

④ **估值**：基于20倍2024年市盈率不变，我们将目标价从440港元/57美元（TCOM US）上调至509港元/66美元。我们持续看好出游需求的持续释放，出游需求结构的变化以及内地供给增加对酒店价格短期带来影响，但将被预定量的增长所抵消。看好携程在内地及出境游行业的竞争优势，以及利润持续超预期的可能性，维持**买入**。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	438.40
52周低位 (港元)	241.60
市值 (百万港元)	281,080.88
日均成交量 (百万)	2.42
年初至今变化 (%)	57.20
200天平均价 (港元)	322.79

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	20,055	44,562	52,028	58,718	66,330
同比增长 (%)	0.1	122.2	16.8	12.9	13.0
净利润 (百万人民币)	1,294	13,071	15,654	17,572	20,326
每股盈利 (人民币)	1.97	19.48	23.16	25.99	30.07
同比增长 (%)	-6.9	889.1	18.9	12.3	15.7
前EPS预测值 (人民币)			18.23	20.06	23.03
调整幅度 (%)			27.0	29.6	30.5
市盈率 (倍)	205.5	20.8	17.5	15.6	13.5
每股账面净值 (人民币)	170.88	182.08	204.95	230.94	261.01
市账率 (倍)	2.37	2.22	1.97	1.75	1.55

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年 1 季度业绩概览

(百万人民币)	1Q23	4Q23	1Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
收入								
酒店住宿	3,480	3,903	4,496	15	29	4,450	1	内地机酒预订同比增 20-30%，出境机酒翻倍增长
交通票务	4,156	4,106	5,000	22	20	5,000	0	
旅游度假	386	704	883	25	129	850	4	内地业务超 2019 年同期，出境团队游持续恢复
公司商旅	445	634	511	-19	15	500	2	
其他	744	991	1,031	4	39	850	21	
总收入	9,211	10,338	11,921	15	29	11,650	2	
<u>市场预期</u>			<u>11,622</u>					
净收入	9,198	10,325	11,905	15	29	11,635	2	
收入成本	(1,637)	(2,010)	(2,238)	11	37	(2,353)	-5	
毛利润	7,561	8,315	9,667	16	28	9,282	4	
毛利润率(%)	82.1	80.4	81.1			79.7		
运营费用								
产品开发	(2,674)	(2,916)	(3,109)	7	16	(3,270)	-5	
营销推广	(1,755)	(2,333)	(2,312)	-1	32	(2,617)	-12	
行政开支	(891)	(869)	(931)	7	4	(978)	-5	
运营利润	2,241	2,197	3,315	51	48	2,416	37	
调整后运营利润	2,619	2,647	3,765	42	44	3,108	21	
调整后运营利润率(%)	28.4	25.6	31.6			26.7		
调整后运营费用占收比(%)								
产品开发	27	26	24			25		
营销推广	19	22	19			22		市场恢复下营销活动保持投入，占收比稳定
行政开支	8	7	6			6		
归母净利润	3,375	1,297	4,312	232	28	2,372	82	
调整后净利润	2,065	2,675	4,055	52	96	3,064	32	同比增长得益于有效控费、交叉销售优化及高利润业务占比提升
<u>市场预期</u>			<u>2,792</u>					
调整后净利润率(%)	22.4	25.9	34.0			26.3		
调整后每股盈利(元)	3.1	4.0	6.0	50	95	4.1	47	
<u>市场预期</u>			<u>4.1</u>					

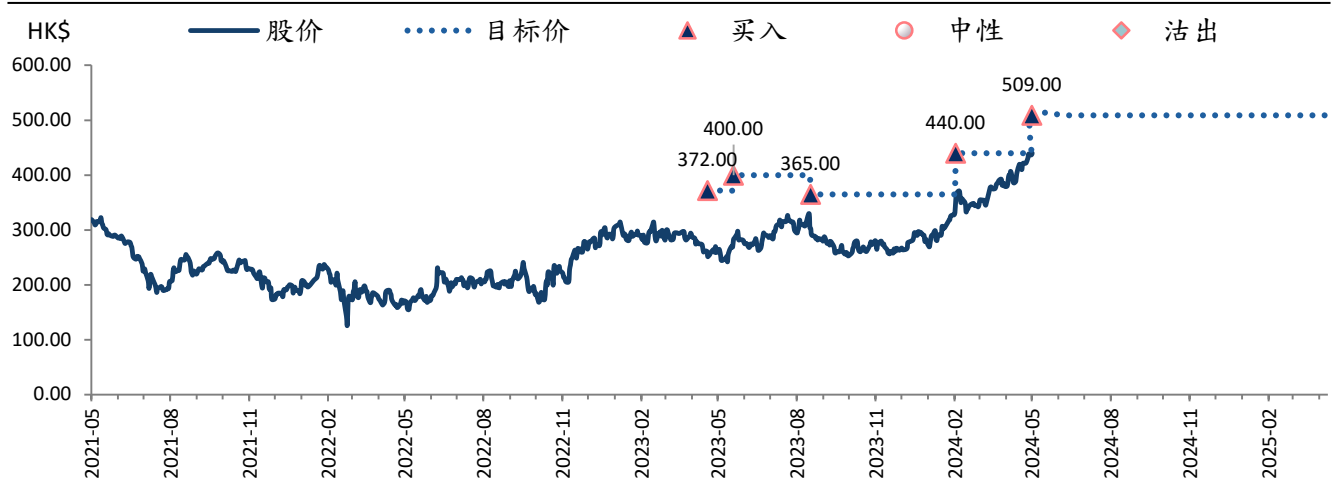
资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 2: 2024 年 2 季度业绩预测

(百万人民币)	2Q23	1Q24	2Q24E	环比(%)	同比(%)	2023	2024E	2025E	2026E
收入									
酒店住宿	4,285	4,496	5,000	11	17	17,257	20,297	22,905	25,946
交通票务	4,814	5,000	4,925	-2	2	18,443	20,037	22,431	25,312
旅游度假	722	883	1,025	16	42	3,140	4,864	5,741	6,522
公司商旅	584	511	625	22	7	2,254	2,545	2,926	3,365
其他	857	1,031	1,200	16	40	3,468	4,285	4,713	5,184
总收入	11,262	11,921	12,775	7	13	44,562	52,028	58,718	66,330
<i>市场预期</i>			<u>13,097</u>				<u>52,741</u>	<u>60,936</u>	<u>68,628</u>
净收入	11,247	11,905	12,758	7	13	44,510	51,958	58,639	66,241
收入成本	(2,007)	(2,238)	(2,325)	4	16	(8,121)	(9,657)	(10,899)	(12,312)
毛利润	9,240	9,667	10,433	8	13	36,389	42,301	47,740	53,929
毛利润率 (%)	82.0	81.1	81.7			81.7	81.3	81.3	81.3
运营费用									
产品开发	(2,953)	(3,109)	(3,155)	1	7	(12,120)	(13,083)	(14,246)	(15,268)
营销推广	(2,355)	(2,312)	(2,860)	24	21	(9,202)	(11,210)	(12,924)	(14,845)
行政开支	(955)	(931)	(933)	0	-2	(3,743)	(4,010)	(4,389)	(4,680)
运营利润	2,977	3,315	3,484	5	17	11,324	13,998	16,181	19,136
调整后运营利润	3,474	3,765	3,981	6	15	13,158	16,155	18,998	22,319
调整后运营利润率 (%)	30.8	31.6	31.2			29.5	31.1	32.4	33.6
调整后运营费用占收比 (%)									
产品开发	24	24	23			25	23	22	20
营销推广	21	19	22			20	21	22	22
行政开支	7	6	6			7	6	6	5
归母净利润	631	4,312	3,236	-25	413	9,918	14,204	14,755	17,142
调整后净利润	3,434	4,055	3,733	-8	9	13,071	15,654	17,572	20,326
<i>市场预期</i>			<u>3,250</u>				<u>13,021</u>	<u>15,132</u>	<u>17,717</u>
调整后净利润率 (%)	30.5	34.0	29.2			29.3	30.1	29.9	30.6
调整后每股盈利 (元)	5.1	6.0	5.5	-8	8	19.5	23.2	26.0	30.1
<i>市场预期</i>			<u>4.8</u>				<u>18.8</u>	<u>22.1</u>	<u>25.5</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 携程 (9961 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2024 年 5 月 21 日

携程集团 (9961 HK)

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	108.87	132.00	21.2%	2024 年 05 月 17 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	5.00	6.70	34.0%	2024 年 05 月 17 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	15.27	17.00	11.3%	2024 年 05 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	107.00	104.00	-2.8%	2024 年 03 月 01 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	16.10	13.00	-19.3%	2024 年 01 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	59.15	75.00	26.8%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.66	37.00	9.9%	2024 年 03 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.02	6.60	9.6%	2024 年 03 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	29.90	29.00	-3.0%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	34.75	40.00	15.1%	2024 年 05 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	88.28	111.00	25.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
PDD US	拼多多	买入	146.77	180.00	22.6%	2024 年 01 月 12 日	电商
DAO US	有道	买入	3.81	5.10	33.9%	2024 年 05 月 06 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	62.95	89.00	41.4%	2024 年 04 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	8.18	9.10	11.2%	2024 年 02 月 28 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	12.62	15.50	22.8%	2024 年 01 月 26 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	395.00	457.00	15.7%	2024 年 05 月 16 日	游戏
NTES US	网易	买入	104.73	127.00	21.3%	2024 年 04 月 10 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.48	15.00	20.2%	2024 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	27.15	26.00	-4.2%	2024 年 03 月 20 日	游戏
3690 HK	美团	买入	124.00	111.00	-10.5%	2024 年 03 月 25 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	27.65	26.00	-6.0%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.18	11.30	11.0%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	中性	9.90	10.10	2.0%	2024 年 05 月 17 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.89	1.90	0.5%	2024 年 05 月 16 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	28.05	30.00	7.0%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.40	14.00	22.8%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	436.40	509.00	16.6%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.80	24.00	10.1%	2024 年 03 月 20 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 5 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	20,055	44,562	52,028	58,718	66,330
主营业务成本	(4,529)	(8,173)	(9,726)	(10,978)	(12,401)
毛利	15,526	36,389	42,301	47,740	53,929
销售及管理费用	(7,097)	(12,945)	(15,220)	(17,313)	(19,525)
研发费用	(8,341)	(12,120)	(13,083)	(14,246)	(15,268)
经营利润	88	11,324	13,998	16,181	19,136
Non-GAAP标准下的经营利润	1,276	13,158	16,155	18,998	22,319
财务成本净额	532	23	243	200	200
应占联营公司利润及亏损	(586)	1,072	1,422	800	800
其他非经营净收入/费用	2,015	(667)	1,419	880	880
税前利润	2,049	11,752	17,082	18,061	21,016
税费	(682)	(1,750)	(2,963)	(3,452)	(4,043)
非控股权益	36	(84)	85	146	170
净利润	1,403	9,918	14,204	14,755	17,142
作每股收益计算的净利润	1,403	9,918	14,204	14,755	17,142
Non-GAAP标准的净利润	1,294	13,071	15,654	17,572	20,326

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18,487	43,983	51,922	61,238	75,516
有价证券	25,545	17,748	18,635	19,567	20,546
应收账款及票据	5,486	11,410	13,464	15,483	17,032
短期应收收入	1,748	2,842	3,318	3,745	4,230
其他流动资产	10,169	12,749	14,661	16,861	18,547
总流动资产	61,435	88,732	102,000	116,894	135,870
物业、厂房及设备	5,204	5,142	5,176	5,249	5,367
无形资产	72,162	72,016	71,625	71,440	71,255
合资企业/联营公司投资	50,177	49,342	53,231	56,693	58,060
长期应收收入	25	25	0	0	0
其他长期资产	2,688	3,880	4,344	4,764	5,239
总长期资产	130,256	130,405	134,376	138,146	139,921
总资产	191,691	219,137	236,376	255,040	275,791
短期贷款	32,674	25,857	25,340	24,833	24,585
应付账款	7,569	16,459	19,422	22,335	24,568
其他短期负债	20,996	30,095	28,189	26,594	24,667
总流动负债	61,239	72,411	72,950	73,762	73,820
长期贷款	13,177	19,099	18,717	18,343	17,976
长期应付账款	4,256	4,621	5,262	5,836	6,489
其他长期负债	0	0	0	0	0
总长期负债	17,433	23,720	23,979	24,179	24,465
总负债	78,672	96,131	96,929	97,940	98,286
股本	6	6	6	6	6
储备及其他资本项目	112,277	122,178	138,539	156,111	176,437
股东权益	112,283	122,184	138,545	156,117	176,443
非控股权益	736	822	902	982	1,062
总权益	113,019	123,006	139,447	157,099	177,505

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,049	11,752	17,082	18,061	21,016
合资企业/联营公司收入调整	586	(1,072)	(1,422)	(800)	(800)
折旧及摊销	1,291	1,052	1,098	1,150	1,209
营运资本变动	(800)	9,256	1,209	604	1,452
利息调整	(532)	(23)	(243)	(200)	(200)
税费	295	(761)	(2,963)	(3,452)	(4,043)
其他经营活动现金流	(248)	1,800	(563)	(435)	(660)
经营活动现金流	2,641	22,004	14,199	14,929	17,974
资本开支	(497)	(606)	(708)	(799)	(902)
投资活动	1,800	19,299	(4,777)	(4,393)	(2,345)
其他投资活动现金流	(167)	(12,774)	0	0	0
投资活动现金流	1,136	5,919	(5,484)	(5,192)	(3,247)
负债净变动	(1,084)	5,201	(899)	(881)	(615)
权益净变动	(763)	63	123	461	166
其他融资活动现金流	(4,870)	(7,811)	0	0	0
融资活动现金流	(6,717)	(2,547)	(776)	(421)	(449)
汇率收益/损失	231	120	0	0	0
年初现金	21,196	18,487	43,983	51,922	61,238
年末现金	18,487	43,983	51,922	61,238	75,516

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.162	15.192	21.317	21.498	24.269
全面摊薄每股收益	2.135	14.780	21.012	21.827	25.359
Non-GAAP标准下的每股收益	1.969	19.478	23.157	25.994	30.068
每股账面值	170.878	182.076	204.948	230.943	261.011
利润率分析(%)					
毛利率	77.4	81.7	81.3	81.3	81.3
EBIT利润率	0.4	25.4	26.9	27.6	28.8
净利率	7.0	22.3	27.3	25.1	25.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	77.4	81.7	81.3	81.3	81.3
经营利润率	6.4	29.5	31.1	32.4	33.6
净利率	6.5	29.3	30.1	29.9	30.6
盈利能力(%)					
ROA	0.7	4.8	6.2	6.0	6.5
ROE	1.3	8.4	10.8	10.0	10.2
ROIC	0.0	5.7	6.2	6.5	7.0
其他					
净负债权益比(%)	24.2	0.8	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
应收账款周转天数	92.2	69.2	69.0	69.0	69.0
应付账款周转天数	540.0	540.0	540.0	540.0	610.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司及趣致集团有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。