

携程集团-S (09961. HK)

一季度经调净利润同比增长 96%，出境游复苏核心受益龙头

买入

核心观点

2024年一季度公司净利润增势强劲。2024Q1 公司实现收入 119.1 亿元、归母净利润43.1 亿元、Non-GAAP 净利润40.6 亿元，同比分别增长 29%/28%/96%，调整前后净利润增速差异主要系公允价值变化扰动。Q1 实现经调整净利润率 34%，同比增加 12pct，环比增加 8pct，预计主业系高利润率出境游景气修复及固定人员费用的经营杠杆作用，加之投资收益同比增长 7 倍助力。

收入拆分：国内游持续受益于线上化渗透率提升，出境游高景气修复，国际业务快速扩张中入境游增长突出。一季度公司收入同比增长 29%，其中国内酒店和机票预订同比增长超 20%，度假业务超过 2019 年水平，受益于国内旅游市场维持韧性基础上线上化渗透率的继续提振。伴随航班运力恢复至 7 成、免签国家范围的扩大，出境游高景气复苏，Q1 携程出境酒店和机票预订同比均增长 100%以上，恢复至 2019 年的 9 成以上，成为增长重要驱动；但度假业务预计仍受制于中文地接社恢复渐进。此外，国际 Trip.com 仍处于快速扩张期，Q1 收入同比增长约 80%，入境游预订同比增长超 4 倍。

利润率：主业经营利润率显著改善。Q1 Non-GAAP 经营利润同比增长 44%，对应利润率为 32%/+3pct，主要系规模提升带来的经营杠杆作用（人员费用率同比改善 4.5pct）抵消了毛利率和销售费用率的同比调整。其中毛利率实现 81.2%，同比-1.0pct，主要系疫后以来客服人员逐步增补正常（2023 年底客服人员已恢复至 2019 年的 107%）；但高利润率出境游占比提升对毛利率有提升作用。Q1 经调整销售费率实现同比-0.4pct，去年补偿性需求释放营销投放尚未加大，常态化经营后公司销售费率依然良好地控制在 19.1%，显示出对营销投放和流量端较强的自主把控力，系 Q1 盈利预期差重要来源。

二三季度国内业务高基数下预计有所放缓，暑期出境游有望进一步升温。补偿性需求过后的一季度，公司主业利润率仍然同比改善，显示公司高毛利出境游高景气恢复带来的利润弹性以及良好的营销效率的自主把控。展望后续，从行业看当前酒店行业房价有所回落，加之去年同期国内休闲旅游基数相对不低，预计公司国内游业务增速环比放缓但仍然受益于在线化渗透而继续好于行业整体。公司当前出境游份额较疫前提升，在国际航班运力恢复、票价回落、签证流程改善、亚洲部分货币贬值多重推动下，出境游有望延续高景气，后续暑期有望进一步升温，同时对公司利润率有结构性促进作用。

投资建议：结合 Q1 经营表现及出境游业务当前恢复节奏，我们略上调公司 2024 年收入增速，同时上调全年利润率水平至同比基本持平，预计 2024-2026 年 Non-GAAP 归母业绩为 155/187/220 亿元（此前为 142/167/192 亿元），EPS 为 23/27/32 元，对应动态 PE 为 18/15/13x。公司系国内外一站式出行服务绝对龙头，中高端流量积累与供应链先发优势突出。在顶层设计引导旅游经济发展、各地文旅积极创造更加丰富的优质供给、居民旅游需求趋于日常化趋势下，在线上渗透提升叠加公司国内与出境游稳定的份额，助力业绩确定性进一步强化。公司短期高利润率的出境游业务呈现高景气复苏，国内业务有望受益于上游酒店获取休闲流量补给动力的提升，同时自身效能持续优化；国际业务当前进入快速扩张周期中线有望推动亚洲市场集中，坚定维持“买入”评级。

风险提示：消费力恢复不及预期，出境游恢复，海外拓展不及预期。

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 S0980511040003
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003

证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002
联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	430.80 港元
总市值/流通市值	294464/294464 百万港元
52 周最高价/最低价	452.20/240.60 港元
近 3 个月日均成交额	758.53 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) -2023 年盈利逐季验证，2024 年出境游有望贡献重要增量》——2024-02-23
- 《携程集团-S (09961.HK) -旺季盈利强势释放，出境恢复及国际平台增长可期》——2023-11-22
- 《携程集团-S (09961.HK) -二季度盈利能力创新高，出境业务期待未来全面复苏》——2023-09-06
- 《携程集团-S (09961.HK) -一季度国内业务强势复苏，全年恢复展望积极》——2023-06-09
- 《携程集团-S (09961.HK) -全面复苏启航，一站式在线旅游龙头迎新成长》——2023-03-17

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,039	44,510	53,003	62,304	72,141
(+/-%)	0.1%	122.1%	19.1%	17.5%	15.8%
经调整净利润(百万元)	1294	13071	15461	18688	21981
(+/-%)	-4.6%	910.1%	18.3%	20.9%	17.6%
每股收益(元)	1.89	19.12	22.62	27.34	32.16
EBIT Margin	-9.8%	45.6%	25.6%	26.5%	28.0%
净资产收益率(ROE)	1.2%	8.1%	9.9%	10.6%	11.4%
市盈率(PE)	215.5	21.3	18.0	14.9	12.7
EV/EBITDA	-567.2	18.4	27.8	23.9	20.3
市净率(PB)	2.48	2.28	2.06	1.84	1.63

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; 此处净利润未经调整

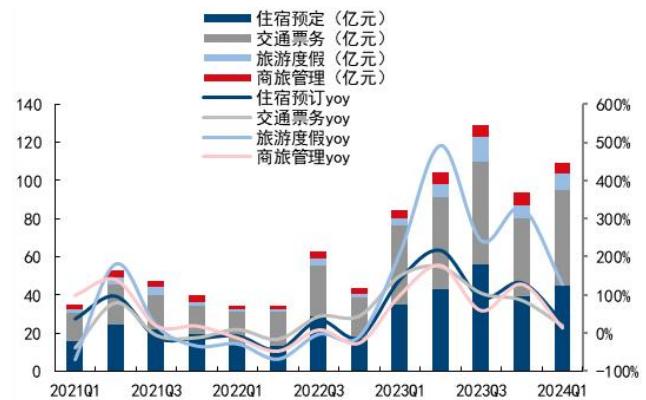
2024年一季度公司净利润增势强劲。2024Q1公司实现收入119.1亿元、归母净利润43.1亿元、Non-GAAP净利润40.6亿元，同比分别增长29%/28%/96%，调整前后净利润增速差异主要系公允价值变化扰动。Q1实现经调整净利率34%，同比增加12pct，环比增加8pct，预计主业系高利润率出境游景气修复及固定人员费用的经营杠杆作用，加之投资收益同比增长7倍助力。

图1: 携程集团季度收入及Non-GAAP业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

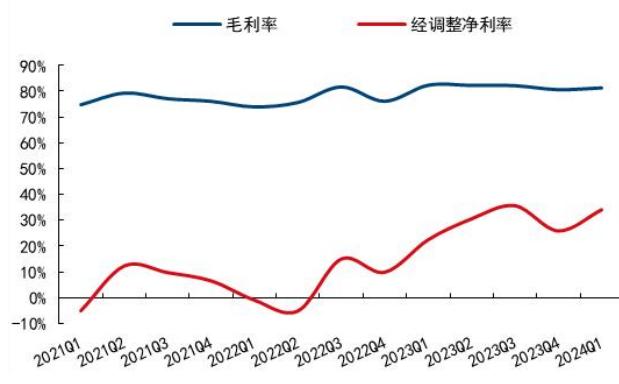
图2: 携程集团季度业务拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

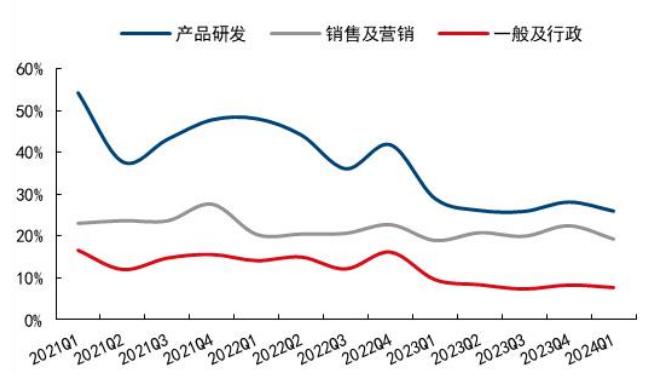
收入拆分：国内游持续受益于线上化渗透率提升，出境游高景气修复，国际业务快速扩张中入境游增长突出。一季度公司收入同比增长29%，其中国内酒店和机票预订同比均增长超20%，度假业务超过2019年水平，受益于国内旅游市场维持韧性基础上线上化渗透率的继续提振。伴随航班运力恢复至7成、免签国家范围的扩大，出境游高景气复苏，Q1携程出境酒店和机票预订同比均增长100%以上，恢复至2019年的9成以上，成为增长重要驱动；但度假业务预计仍受制于中文地接社恢复渐进。此外，国际Trip.com仍处于快速扩张期，Q1收入同比增长约80%，入境游预订同比增长超4倍。

图3: 携程旅行季度毛利率和经调净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 携程旅行季度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利润率：主业经营利润率显著改善。Q1 Non-GAAP经营利润同比增长44%，对应利润率为32%/+3pct，主要系规模提升带来的经营杠杆作用（人员费用率同比改善4.5pct）抵消了毛利率和销售费用率的同比调整。其中毛利率实现81.2%，同比-1.0pct，主要系疫后以来客服人员逐步增补正常（2023年底客服人员已恢复至2019年的107%）；但高利润率出境游占比提升对毛利率有提升作用。Q1经调整

销售费率实现同比-0.4pct，去年补偿性需求释放营销投放尚未加大，常态化经营后公司销售费率依然良好地控制在19.1%，显示出对营销投放和流量端较强的自主把控力，系Q1盈利预期差重要来源。

Q2Q3国内业务高基数下预计有所放缓，暑期出境游有望进一步升温。补偿性需求过后的一季度，公司主业利润率仍然同比改善，显示公司高毛利出境游高景气恢复带来的利润弹性以及良好的营销效率的自主把控。展望后续，从行业看当前酒店行业房价有所回落，加之去年同期国内休闲旅游基数相对不低，预计公司国内游业务增速环比放缓但仍然受益于在线化渗透而继续好于行业整体。公司当前出境游份额较疫前提升，在国际航班运力恢复、票价回落、签证流程改善、亚洲部分货币贬值多重推动下，出境游有望延续高景气，后续暑期有望进一步升温，同时对公司利润率有结构性促进作用。

投资建议：结合Q1经营表现及出境游业务当前恢复节奏，我们略上调公司2024年收入增速，同时上调全年利润率水平至同比基本持平，预计2024-2026年Non-GAAP归母业绩为155/187/220亿元（此前为142/167/192亿元），EPS为23/27/32元，对应动态PE为18/15/13x。公司系国内外一站式出行服务绝对龙头，中高端流量积累与供应链先发优势突出。在顶层设计引导旅游经济发展、各地文旅积极创造更加丰富的优质供给、居民旅游需求趋于日常化趋势下，在线上渗透提升叠加公司国内与出境游稳定的份额，助力业绩确定性进一步强化。公司短期高利润率的出境游业务呈现高景气复苏，国内业务有望受益于上游酒店获取休闲流量补给动力的提升，同时自身效能持续优化，国际业务当前进入快速扩张周期中线有望推动亚洲市场集中，坚定维持“买入”评级。

风险提示：消费力恢复不及预期，出境游恢复，海外拓展不及预期。

表1：可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值 (RMB)		EPS				PE			投资评级
		2024-5-22	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
9961.HK	携程集团-s	2730	408	19.12	22.62	27.34	32.16	21	18	15	买入
0780.HK	同程旅行	390	17	0.9	1.22	1.50	1.81	19	14	11	增持

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 注：EPS均为经调整后口径。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E 利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17000	41592	60813	77170	98291 营业收入	20039	44510	53003	62304	72141
应收款项	16655	26046	37465	45746	51191 营业成本	4513	8121	10176	11900	13707
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	2235	3346	5141	6043	7214 销售费用	4922	4250	11828	13884	16059
流动资产合计	61435	88732	122054	151322	183531 管理费用	12564	11838	17422	20026	22161
固定资产	5204	5142	5065	4952	4804 财务费用	(567)	(532)	(97)	(182)	(387)
无形资产及其他	72898	72577	71851	71133	70421 投资收益	(586)	1072	2200	2530	2909
投资性房地产	1977	3344	3344	3344	3344 变动	373	2015	100	100	100
长期股权投资	50177	49342	49342	49392	49442 其他收入	541	(11280)	1403	1431	1460
资产总计	191691	219137	251657	280143	311542 营业利润	(1065)	12640	17376	20736	25070
短期借款及交易性金融负债	32674	25857	27150	28507	29933 营业外净收支	3114	(888)	0	0	0
应付款项	8404	18497	17698	20842	23786 利润总额	2049	11752	17376	20736	25070
其他流动负债	20161	28057	46446	54210	61647 所得税费用	682	1750	3823	4562	5515
流动负债合计	61239	72411	91293	103559	115366 少数股东损益	(36)	84	(68)	(87)	(96)
长期借款及应付债券	13177	19099	19299	19499	19699 净利润	1294	13071	15461	18688	21981
其他长期负债	4256	4621	4641	4661	4691					
长期负债合计	17433	23720	23940	24160	24390 现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	78672	96131	115233	127719	139756 净利润	1294	13071	15461	18688	21981
少数股东权益	736	822	754	667	571 资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	112283	122184	135669	151756	171215 折旧摊销	1291	1240	1403	1431	1460
负债和股东权益总计	191691	219137	251657	280143	311542 公允价值变动损失	(373)	(2015)	(100)	(100)	(100)
					财务费用	(567)	(532)	(97)	(182)	(387)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E 营运资本变动	400	6485	4395	1745	3797
每股收益	1.89	19.12	22.62	27.34	32.16 其它	73	(3069)	(2044)	(2687)	(2618)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00 经营活动现金流	2685	15712	19115	19076	24519
每股净资产	164.27	178.75	198.48	222.02	250.49 资本开支	0	(2543)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-1%	19%	12%	16%	20% 其它投资现金流	4021	7797	(887)	(3727)	(4472)
ROE	1%	8%	10%	11%	11% 投资活动现金流	(1195)	6089	(1387)	(4277)	(5022)
毛利率	77%	82%	81%	81%	81% 权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-10%	46%	26%	26%	28% 负债净变化	2084	5922	200	200	200
EBITDA Margin	-3%	48%	28%	29%	30% 支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	0%	122%	19%	18%	16% 其它融资现金流	(8476)	(9053)	1293	1357	1425
净利润增长率	-5%	910%	18%	21%	18% 融资活动现金流	(4308)	2791	1493	1557	1625
资产负债率	41%	44%	46%	46%	45% 现金净变动	(2818)	24592	19221	16357	21122
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0% 货币资金的期初余额	19818	17000	41592	60813	77170
P/E	215.5	21.3	18.0	14.9	12.7 货币资金的期末余额	17000	41592	60813	77170	98291
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6 企业自由现金流	383	22460	15888	15541	20523
EV/EBITDA	(567)	18	28	24	20 权益自由现金流	(5630)	19782	17456	17240	22450

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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