

2024 年 05 月 22 日

携程集团 (9961.HK/TCOM.US)

公司动态分析

证券研究报告

在线旅行

业绩表现优于旅游大盘；上调全年净利润预测

携程 1 季度收入同比增 29%，略超市场预期，经调整净利润 41 亿元，超市场预期 45%，利润率同比提升 12 个百分点至 34%。国内/出境酒店及机票预定量同比增超 20%/100%，国际 OTA 业务收入同比增约 80%。我们维持 2024 年全年收入预测不变，上调经调整净利润预测 13%，给予 21 倍 2024 年市盈率，上调目标价至 519 港元 (9961.HK) /67 美元 (TCOM.US)，维持“买入”评级。

报告摘要

1 季度利润超预期：净收入 119 亿元，同比/环比增 29%/15%，略超我们/市场预期 2%/3%，其中住宿预订/交通票收入同比增 29%/20%，对净收入的贡献为 38%/42%。经调整净利润为 41 亿元，超出我们/市场预期 41%/45%，主要因营销效率优于预期，经调整利润率为 34%，同比/环比提升 12 个/8 个百分点，受益于收入强劲增长及经营效率优化。

国内机票及酒店维持高于行业的增速，用户精细化经营：1 季度国内酒店及机票预订量同比增超 20%（对比 1 季度国内旅游收入及人次同比均增 17%）。国内酒店 ADR 同比下降，受行业趋势影响，主要因酒店供给恢复、出境游分流及下沉市场占比提升。旅游大盘常态化时期，携程强化用户侧的精细化运营，推出针对年轻用户的“演唱会+酒店住宿”套餐产品，及银发用户（占比 10%）的“携程老友会”品牌。

出境游维持高速增长趋势：1 季度出境酒店及机票预订同比增超 100%，春节及五一假期出境游酒店及机票预订已完全恢复至 2019 年同期水平，恢复程度仍快于行业（1 季度民航出境客运量恢复至 1Q19 的 78%）。出境机票价格因供给恢复而同比下降（估算约-12%），但仍较 2019 年同期增 15%；出境酒店 ADR 同比稳定。文旅部预测 2024 年底出境游恢复至 2019 年的 80%，公司指引其出境游恢复程度将超过行业 20%-30%。

国际 OTA 业务收入及盈利潜力仍有待释放：1 季度国际 OTA 平台 Trip.com 总收入同比增约 80%，对总收入贡献约为 10%，亚洲市场为主要区域（收入占比超 70%）。未来增长动力主要来自：1）机票酒店交叉销售提升（酒店预订收入占比已提升至 35%）；2）入境游潜力持续释放（1 季度入境游预订同比增超 4 倍，占 Trip.com 收入的 20%）；3）一站式预订服务提升以获新客及提升订单频次。国际业务的变现率与出境游基本一致，已实现边际收益层面盈利（收入扣除可变成本），未来盈利水平取决于规模效应。

预测及估值：鉴于五一假期携程国内及出境预订创新高，国内旅行预定量双位数增长，出境机票及酒店预订较 2019 年超 20%，我们预计 2 季度收入同比增 15%，其中住宿预订/交通票务收入同比增 15%/9%。我们维持 2024 年收入预测不变（527 亿元，同比增 18%），上调全年经调整净利润 13%至 148 亿元（前值：131 亿元），对应利润率为 28.1%。我们看好携程国内业务稳健增长和效率优化前景，及出境+国际业务中长期增长潜力，给予 21 倍 2024 年市盈率估值，上调目标价至 519 港元 (9961.HK) /67 美元 (TCOM.US)（前值：437 港元/56 美元），维持“买入”评级。

风险：国际业务拓展不及预期；消费疲弱影响居民旅游支出；竞争加剧。

财务数据

财年截止12月31日	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入（百万元）	20,029	20,055	44,562	52,735	60,266	67,581
同比增长（%）	9%	0%	122%	18%	14%	12%
调整后净利润（百万元）	1,356	1,294	13,071	14,814	16,156	19,475
调整后净利润率（%）	6.8%	6.5%	29.3%	28.1%	26.8%	28.8%
调整后每股盈利（元）	2.11	1.97	19.45	21.92	23.90	28.81
市盈率（倍）	NM	NM	20.2	17.8	16.3	13.5
市销率（倍）	13.2	13.1	5.9	5.0	4.4	3.9
净资产收益率（%）	-0.5%	1.2%	8.1%	11.2%	10.7%	14.3%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：

买入

目标价格：

519 港元

现价 (2024-05-21):

440.00 港元

总市值(百万港元)	300,752
流通市值(百万港元)	300,752
总股本(百万股)	684
流通股本(百万股)	684
12 个月低/高(港元)	264.8/452.2
平均成交(百万港元)	754.8

股东结构

百度	9.4%
The Capital Group	9.3%
梁建章	5.0%
其他	76.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.50	16.18	71.20
绝对收益	15.97	34.47	70.02

数据来源：公司资料，彭博，万得

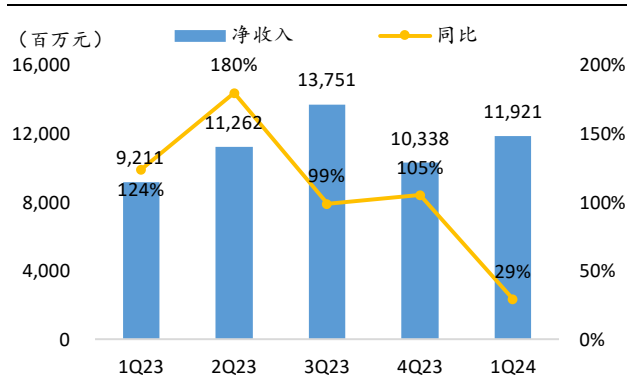
王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

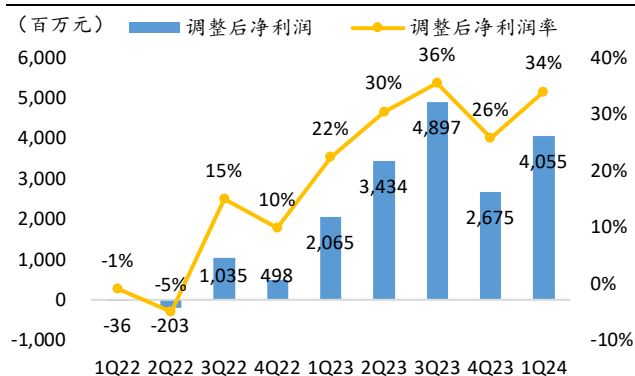
携程集团 1Q23 业绩概览

图 1:1Q24 收入同比增 29%



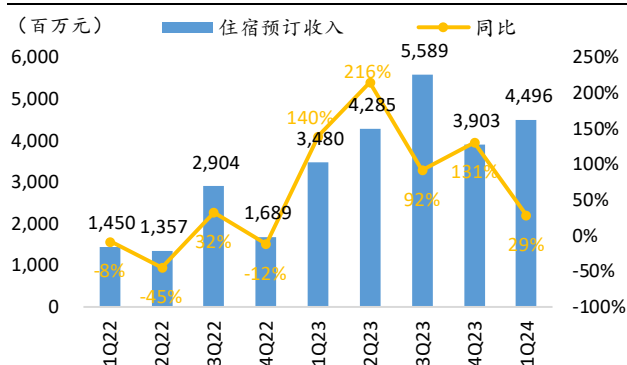
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 2:1Q24 经调整净利润率为 34%



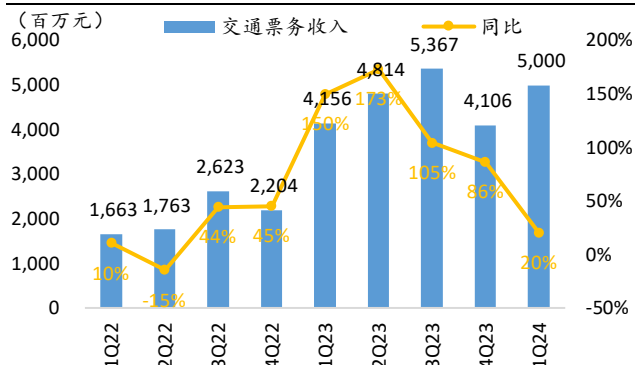
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 3:1Q24 住宿预订收入同比增 29%



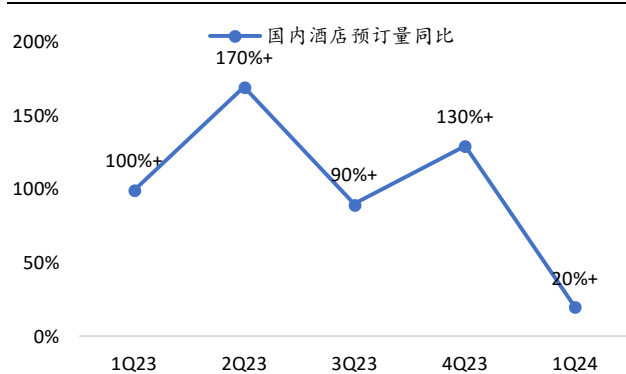
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 4:1Q24 交通票务收入同比增 20%



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 5:国内酒店预订量同比增超 20%



资料来源: 公司资料, 安信国际

盈利预测更新

图 6:利润表预测

携程 (9961.HK/TCOM.US) 人民币, 百万元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	2019	2023	2024E	变动	2025E	2026E
总收入	9,211	11,262	13,751	10,338	11,921	13,006	35,716	44,562	52,735	0%	60,266	67,581
同比	124%	180%	99%	105%	29%	15%	15%	122%	18%		14%	12%
住宿预订	3,480	4,285	5,589	3,903	4,496	4,938	13,514	17,257	20,314	1%	22,806	25,223
交通票务	4,156	4,814	5,367	4,106	5,000	5,268	13,952	18,443	20,997	-3%	24,197	27,090
旅游度假	386	722	1,328	704	883	1,072	4,534	3,140	4,476	5%	5,495	6,710
商旅管理	445	584	591	634	511	673	1,255	2,254	2,705	0%	3,381	3,821
其他	744	857	876	991	1,031	1,054	2,461	3,468	3,815	0%	4,387	4,738
营业成本	-1,637	-2,007	-2,467	-2,010	-2,238	-2,448	-7,372	-8,317	-9,921	-1%	-11,579	-12,605
毛利	7,561	9,240	11,273	8,315	9,667	10,540	28,294	36,193	42,314	0%	48,607	54,885
毛利率	82.1%	82.0%	82.0%	80.4%	81.1%	81.0%	79.2%	81.2%	80.2%		80.7%	81.2%
研发费用	-2,674	-2,953	-3,577	-2,916	-3,109	-3,408	-10,670	-12,120	-13,771	-2%	-16,875	-17,571
销售费用	-1,755	-2,355	-2,759	-2,333	-2,312	-2,861	-9,295	-9,202	-11,093	-4%	-14,404	-16,219
行政费用	-891	-955	-1,028	-869	-931	-939	-3,289	-3,743	-3,974	-5%	-4,802	-5,238
经营利润	2,241	2,977	3,909	2,197	3,315	3,332	5,040	11,324	13,906	8%	12,527	15,856
经营利润率	24.3%	26.4%	28.4%	21.3%	27.8%	25.6%	14.1%	25.4%	26.4%		20.8%	23.5%
归母净利润	3,375	631	4,615	1,297	4,312	3,276	7,011	9,918	14,490	25%	14,170	17,270
净利率	36.6%	5.6%	33.6%	12.5%	36.2%	25.2%	19.6%	22.3%	27.5%		23.5%	25.6%
经调整EBITDA	2,820	3,678	4,622	2,855	3,974	4,017	6,754	13,975	16,651	5%	15,462	19,006
经调整EBITDA利润率	30.6%	32.7%	33.6%	27.7%	33.3%	30.9%	18.9%	31.4%	31.6%		25.7%	28.1%
经调整归母净利润	2,065	3,434	4,897	2,675	4,055	3,458	6,527	13,071	14,814	13%	16,156	19,475
经调整归母净利润率	22.4%	30.5%	35.6%	25.9%	34.0%	26.6%	18.3%	29.3%	28.1%		26.8%	28.8%
经调整摊薄每股盈利 (元)	3.07	5.11	7.26	4.00	6.00	5.12	10.76	19.45	21.92	12%	23.90	28.81

数据来源: 公司资料、安信国际预测 (注: 财年截至 12 月 31 日)

附表：财务报表预测

利润表							资产负债表						
(百万人民币)							(百万人民币)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,029	20,055	44,562	52,735	60,266	67,581	现金，现金等价物及受限制现金	21,196	18,487	43,983	45,302	46,209	47,133
营业成本	-4,598	-4,513	-8,317	-9,921	-11,579	-12,605	短期投资	29,566	25,545	17,748	22,717	23,399	24,101
毛利润	15,425	15,526	36,193	42,314	48,607	54,885	应收账款净额	4,649	5,486	11,410	15,820	17,477	19,599
销售费用	-4,922	-4,250	-9,202	-11,093	-14,404	-16,219	预付账款及其他流动资产	10,697	11,917	15,591	18,450	21,086	23,645
研发费用	-8,992	-8,341	-12,120	-13,771	-16,875	-17,571	流动资产合计	66,108	61,435	88,732	102,291	108,170	114,477
管理费用	-2,922	-2,847	-3,743	-3,974	-4,802	-5,238	物业、设备及软件	5,534	5,204	5,142	6,085	6,954	7,798
营业利润	-1,411	88	11,324	13,906	12,527	15,856	无形资产及土地使用	13,046	12,825	12,644	14,963	17,100	19,175
财务成本净额	567	532	23	358	1,990	2,063	使用权资产	777	819	641	759	867	972
税前利润	-471	2,635	10,680	15,023	15,018	18,419	投资	44,961	50,177	49,342	52,735	60,266	67,581
所得税	-270	-682	-1,750	-2,356	-2,253	-2,763	商誉	59,439	59,337	59,372	58,997	58,998	58,999
税后利润	-645	1,367	10,002	14,629	14,282	17,396	其他长期资产	371	545	688	814	930	1,043
少数股东权益	95	36	-84	-140	-112	-126	递延所得税资产	1,684	1,324	2,576	3,048	3,484	3,907
归母净利润	-550	1,403	9,918	14,490	14,170	17,270	非流动资产合计	125,812	130,231	130,405	137,401	148,600	159,476
Non-GAAP净利润	1,356	1,294	13,071	14,814	16,156	19,475	总资产合计	191,859	191,691	219,137	239,692	256,770	273,953
							短期负债及长期负债的即期部	39,866	32,674	25,857	30,599	34,969	39,214
							应付账款	6,019	7,569	16,459	19,478	22,259	24,961
							客户预付款	7,535	8,278	13,380	15,834	18,095	20,292
							其他流动负债	12,798	12,718	16,715	19,781	22,606	25,349
							流动负债合计	66,218	61,239	72,411	85,691	97,930	109,816
							递延所得税负债	3,527	3,487	3,825	4,527	5,173	5,801
							长期债务	11,093	13,177	19,099	19,672	20,262	20,870
							长期租赁负债	400	534	477	564	645	723
							其他非流动性负债	165	235	319	378	431	484
							非流动负债合计	15,185	17,433	23,720	25,140	26,512	27,878
							负债合计	81,403	78,672	96,131	110,832	124,442	137,694
							股本	6	6	6	6	6	6
							股本溢价	93,829	95,196	96,583	97,990	99,418	100,866
							储备及其他资本项目	16,621	17,817	26,417	30,864	32,905	35,387
							所有者权益合计	110,456	113,019	123,006	128,860	132,329	136,259
							负债及权益合计	191,859	191,691	219,137	239,692	256,770	273,953
							现金流量简表						
							(百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
							经营活动现金流	2,475	2,641	17,364	16,637	19,141	22,111
							投资活动现金流	-4,148	1,136	-1,819	-1,422	-1,485	-1,578
							融资活动现金流	3,919	-6,717	-5,922	-573	-590	-608
							期初现金	19,415	21,196	18,487	27,992	42,692	59,727
							期末现金	21,196	18,487	27,992	42,692	59,727	79,666

数据来源：公司公告、安信国际预测 (P/E 计算基于调整后净利润)

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010