

携程集团-S (09961.HK)

拟发行 13 亿美元可转换优先票据，积极拓展海外业务

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 旅游及景区

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
联系人：	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：携程集团拟发售 13 亿美元以现金结算的可转换优先票据（+2 亿美元票据选择权），预期 6 月 7 日或前后完成发售。票据年利率为 0.75%，每半年付息，2029 年 6 月到期。初始转换率为每 1000 美元票据本金额兑换 15.0462 股美国存托股，即每股约 66.46 美元，行权时间为到期前最后 50 个交易日。

国信社服观点：

1、票据特点：1) 不同于传统意义的可转债，本次票据本金以现金结算，票据超额溢价部分公司自主选择现金、转股或组合支付方式，债属性更强。2) 本次票据利息更低，年利率为 0.75%，低于此前公司发行的可转债（1.99%）及可交换债券利率（1.5%）。

2、影响分析：1) **股本摊薄可控。**若假设①本金为 15 亿美元、②行权期持有人全部转股、③公司以 50.16 美元股价回购 3 亿美元，按照（转债价值-本金价值）/转股时股价=回购金额/回购价格，我们测算若转股期股价在 90 美元以内，总股本基本没有变动；若超过 90 美元，则公司综合现金支付方式整体扰动也有限。

2) **优化海外资金财务结构。**公司 2023 年海外业务占比仅 13%，预计现金及等价物中人民币占多数；同时公司 2023 年末短期与长期债务近 450 亿元，此前曾先后发行可交换与可转换美元债券、以及部分美元贷款等，预计存在美元债务敞口，且年利率均超过 1%。考虑人民币换汇出去交易成本相对不低，公司采取直接美元融资方式助力置换美元债务。

3) **助力 Trip 海外扩张。**我们估算 2023 年 Trip.com 占总收入比约 7%左右，结合公司公开业绩会交流预计未来 3-5 年有望维持中双位数增长。我们此前深度报告曾分析，Trip.com 在亚洲市场空间广阔路径清晰。参考欧睿数据，2023 年亚洲海外（不包括中国境内）在线旅游规模超过中国境内，在线化渗透率较欧美仍有提升空间，同时尚未出现份额超 20%的玩家。我们估算 2023 年 Trip.com 亚洲海外市占率仅个位数，借助携程的出境游供应链历史积累、一站式 APP 交通导流、性价比等有望打开市场。假设到 2026 年 Trip 亚洲海外市占率提升至 15-20%，则有望对应超百亿收入体量，中线在更高的佣金率下利润率展望也相对积极。

3、投资建议：总体而言，我们分析本次票据发行有助于公司海外财务结构优化，助力海外业务拓展，对股本摊薄影响相对有限，我们仍维持公司 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润为 155/187/220 亿元，对应动态 PE 为 16/14/12x。公司为国内外一站式出行服务龙头，是休闲旅游需求与在线渗透提升的综合风向标。短期出境游业务的边际向上修复，有望部分对冲国内游业务二季度的高基数扰动，同时去年以来公司利润率中枢已明显抬升，且出境业务助力结构性改善，整体上基本盘业务有望表现出更强的业绩确定性；海外 Trip.com 在亚洲市场的持续拓展验证打开公司全新成长周期，维持“优于大市”评级。

4、风险提示：宏观系统性风险、消费力复苏不及预期风险、国际航班运力恢复不及预期、海外扩张节奏不及预期、股东减持风险、地缘政治风险

评论：

◆ 票据特点：现金结算本金，超额部分公司自主选择支付方式，债属性更强

- ✓ **发行规模：**13 亿美元以现金结算的可转换优先票据，以及向初始购买者增购的最多 2 亿美元票据选择权（自票据发行首日起 13 天内行使）。
- ✓ **起止日期：**2024 年 6 月-2029 年 6 月，预期 2024 年 6 月 7 日或前后完成发售。
- ✓ **付息方式：**年利率 0.75%，每半年付息一次。
- ✓ **转股价格：**初始为每股约 66.46 美元（即初始转换率为每 1000 美元票据本金额兑换 15.0462 股美国存托股），较 2024 年 6 月 4 日纳斯达克的收盘价（50.16 美元）溢价约 32.5%。
- ✓ **行权时间：**到期前最后 50 个交易日。
- ✓ **结算方式：**本金以现金结算；对于超过本金总额的转换代价，公司有权选择使用现金、美国存托股或二者组合支付。
- ✓ **资金用途：**计划用于偿还现有金融债务、拓展海外业务及满足营运资金需求。

◆ 影响分析：叠加同步回购后股本影响可控，有助于优化财务结构，加大海外市场拓展

1、叠加同步回购后本次票据发行对股本影响可控

- ✓ 本次以现金结算的可转换优先票据债券属性更强。将可转债的价值分为两部分：1) **本金** 13+2 亿美元公司以现金偿还；2) **超过本金的溢价部分**，公司可选择现金、股票的自由组合偿还，在现金流相对良好的情况下，本着不摊薄股本的原则公司预计仍会优先现金偿还。
- ✓ 公司同步在场外进行约为 3 亿美元额度的股票回购，在现有的股份回购计划范围内。

股本影响测算：若假设①本金为 15 亿美元，②行权期全部转股，③以 50.15 美元回购 3 亿美金，我们按照 $(\text{转债价值}-\text{本金价值})/\text{转股时股价}=\text{回购金额}/\text{回购价格}$ 来测算，得出结论：若转股期股价在 90 美元以内，则对总股本没有影响；若超过 90 美元，则公司综合现金支付方式整体扰动也有限。

2、有助于优化海外资金财务结构

本次可转换优先票据发行有望优化海外资金的财务结构。公司 2023 年海外业务占比仅 13%，预计现金及等价物中人民币占多数；同时公司 2023 年末短期与长期债务近 450 亿元，此前曾先后发行可交换与可转换美元债券、以及部分美元贷款等，预计存在美元债务敞口，且年利率均超过 1%。考虑人民币换汇出去交易成本相对不低，公司采取直接美元融资方式助力置换美元债务。

下表列举公司截止 2023 年末短期与长期债务金额，对比可看出本次票据资金成本的优势。

表1：2023 年末公司短期长期债务情况

	2023 年末余额 (百万元人民币)	本金与利率	到期时间	备注
短期银行借款及长期银行即期部分	21197	加权平均利率 2.5%	2024 年	
可交换优先债券	3696	本金 5 亿美元，每半年付息 1 次， 年利率 1.5%	2020 年 7 月-2027 年 7 月	可交换优先债券的初始兑换率为每 1,000 美元票据本金兑换 24.7795 华住集团的美国存托股票（即初始兑换价格为每 H World 美国存托股票 40.36 美元），可由每位持有人选择兑换。自 2023 年 7 月 1 日起至到期日持有人可全部或部分债权兑换为公司持有的华住集团美国存托股票。

证券化债券	964	年利率为 2.8%-6%	2024 年	循环债务证券
短期总计	25857			
长期贷款	19061	2023 年加权平均利率 5.72%	2024-2026 年依次还款	公司拥有长期银行贷款总额为人民币 225 亿元（32 亿美元），其中人民币 34 亿元归类为短期
2025 年债券	34	本金 4 亿美元，年利率 1.99%	2015 年 6 月-2025 年 7 月	2025 年 7 月 1 日到期日前第二个营业日结束前任何时间，每名持有人可选择按每 1,000 美元 2025 年债券本金转换 9.3555 股美国存托股份的初步转换率（每股美国存托股份 106.89 美元的初步转换价）转换 2025 年债券。2020 年，公司已按持有人要求提前赎回本金总额为 395 百万美元（人民币 28 亿元）
证券化债务	4			
长期总计	19099			
合计	44956			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、补充营运资金，拓展 Trip.com 海外业务

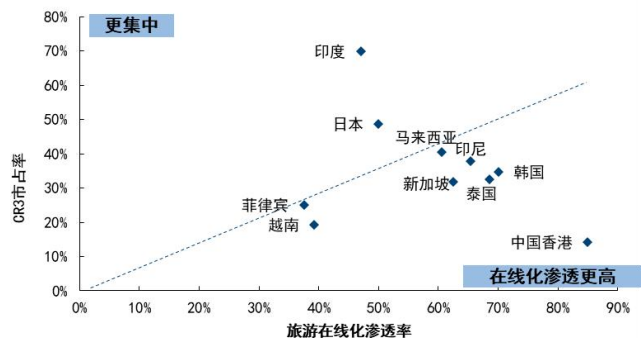
我们估算 2023 年 Trip.com 占总收入比约 7% 左右，结合公司公开业绩会交流预计未来 3-5 年有望维持中双位数增长。我们此前深度报告曾分析，Trip.com 在亚洲市场空间广阔路径清晰。参考欧睿数据，2023 年亚洲海外（不包括中国境内）在线旅游规模超过中国境内，在线化渗透率较欧美仍有提升空间，同时尚未出现份额超 20% 的玩家。我们估算 2023 年 Trip.com 亚洲海外市占率仅个位数，借助携程的出境游供应链历史积累、一站式 APP 交通导流、性价比等有望打开市场。假设到 2026 年 Trip 亚洲海外市占率提升至 15-20%，则有望对应超百亿收入体量，中线在更高的佣金率下利润率展望也相对积极。

图1：亚洲在线旅游中介预订规模



资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

图2：亚洲海外在线旅游中介集中度与渗透率



资料来源：欧睿数据，世界银行，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

我们维持公司 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润为 155/187/220 亿元，对应动态 PE 为 16/14/12x。作为国内一站式出行服务龙头，公司收入端与休闲旅游整体表现密切挂钩，同时受益于在线化渗透率提升。基本盘方面，短期出境游业务的边际向上修复，有望部分对冲国内游业务二三季度的高基数扰动，同时去年以来公司利润率中枢已明显抬升，而出境业务助力进一步结构性改善，有望表现出更强的业绩确定性。海外 Trip.com 在亚洲市场的持续拓展验证打开公司全新成长周期，维持公司“优于大市”评级。

◆ 风险提示

宏观系统性风险、消费力复苏不及预期风险、国际航班运力恢复不及预期、海外扩张节奏不及预期、股东减持风险、地缘政治风险

表2: 相关可比公司估值表

股票	公司	最新市值	股价	EPS				PE				投资评级
代码	名称	(亿美元/ 人民币)	(亿美元/人 民币)	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
9961. HK	携程集团-S	2,528	370	19.1	22.6	27.3	32.2	19	16	14	11	优于大市
0780. HK	同程旅行	378	17	1.0	1.2	1.5	1.8	17	14	11	9	优于大市
BKNG. O	Booking	1,267	3734	152.2	177.2	207.9	243.1	25	21	18	15	无评级
ABNB. O	Airbnb	944	147	8.4	4.7	5.3	6.0	18	31	28	24	无评级
EXPE. O	Expedia	146	110	9.7	11.8	14.7	17.9	11	9	7	6	无评级

资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理预测 注: 1、上述 EPS 均为调整后口径。2、携程集团与同程旅行单位为人民币, 其余单位为美元 3、Booking、Airbnb、Expedia 为彭博一致预期

相关研究报告:

- 《携程集团-S (09961. HK) -公司深度二: 打通国内外出行闭环, 龙头迈向全新发展周期》——2024-05-31
- 《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》——2024-05-23
- 《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

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	资产减值及公允价值变动	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	经调整归属于母公司净利润	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	196.0	19.4	16.4	13.6	11.5	货币资金的期末余额	17000	41592	60813	77170	98291
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	383	22460	15888	15541	20523
EV/EBITDA	(527)	17	26	22	19	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	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（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。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所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