

# 携程集团-S (09961.HK)

## 二季度经调净利润同比增长 45%，经营效能再次验证

优于大市

### 核心观点

2024 年二季度收入同比增长 14%，经调净利润增长 45%。2024Q2 公司收入 127.7 亿元/+13.6%，符合彭博预期（同比+13.4%）；Non-GAAP 归母净利润 49.8 亿元/+45.2%，经调整 EBITDA 为 44.4 亿元/+20.6%，好于彭博预期（分别为+4.1%、+11.1%）。其中收入端实现良好增长；Non-GAAP 经营利润率同比+2.2pct，再创新高，主要系经调开发费用率同比-3.3pct，好于彭博预期，去年同期相关绩效高基数影响，预计后续延续工资平稳增长态势。在此基础上，Non-GAAP 净利率同比+8.5pct，增幅扩大主要来自联营公司盈利 10.9 亿元，预计系持股公司 MakeMyTrip 股价上涨及其他持股公司利润增长带动。

**国内酒店预定量景气度良好，出境游持续好于运力修复，国际业务快速拓份额。** 2024Q2 住宿预订收入 51.4 亿元/+20%，交通票务收入 48.7 亿元/+1%，旅游度假收入 10.3 亿元/+42%，商旅管理收入 6.3 亿元/+8%，其他收入 11.2 亿元/+31%。我们分析：1) 二三季度本系出行高基数，伴随中高星酒店价格降幅扩大，市场对行业需求景气度与公司经营趋势担忧加剧。但在实际验证中，Q2 携程平台酒店预定量同比增长 20%，估算剔除出境游后国内增长 15% 左右，超预期，预计主要系目前环境下 OTA 产业链赋能强化，同时同业竞争更温和，公司依托自身平台流量粘性，以品质服务与 AI 赋能，把握旅游新热点，国内住宿业务份额获得有效扩张；而短期国内交通业务仍面临来自佣金率高基数与行业价格压力。2) 出境游仍然是重要增长驱动，延续快于行业运力的增长，Q2 出境酒店和机票预定量已全面恢复至 2019 年 100% 水平，比行业国际航班恢复速度快 20-30%；出境团队游则渐进复苏。此外，同一用户出境游对应更高的客单也从结构上抵消部分行业价格下行压力，公司公开会表示平台单用户 GMV 同比持平。3) Q2 国际平台收入同比增长 70%，入境旅游占比提升至 25% 以上，处于较快拓市场阶段。亚洲 75% 左右交易来自移动端，类比国内为后续用户粘性显现及营销效率提升奠定基础。

**风险提示：**消费复苏不及预期，海外竞争加剧，国际业务扩张不及预期等

**投资建议：**考虑公司经营景气度延续、良好的费用控制以及联营公司贡献等，我们上调 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润至 164/192/223 亿元（此前为 155/187/220 亿元），同比增速 26%/17%/16%，对应动态 PE 为 14/12/10x。二季度公司经营效能的再次强劲验证及三季度经营指引持续正面展望有望缓解市场对于行业景气度的担忧。前期年内公司与发售可转债动作同步回购约 3 亿美元以彰显积极姿态，还有 2.8 亿美元资本回报额度（回购/分红）待实施。看好头部出行预定平台流量粘性与公司出色经营效能，维持“优于大市”评级。

### 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	52,428	61,312	71,044
(+/-%)	0.1%	122.1%	17.8%	16.9%	15.9%
经调整净利润(百万元)	1294	13071	16420	19153	22276
(+/-%)	-4.6%	910.1%	25.6%	16.6%	16.3%
每股收益(元)	1.89	19.12	24.02	28.02	32.59
EBIT Margin	-9.8%	45.6%	25.2%	26.8%	28.1%
净资产收益率 (ROE)	1.2%	8.1%	10.5%	11.1%	11.6%
市盈率 (PE)	176.8	17.5	13.9	11.9	10.3
EV/EBITDA	-492.0	16.1	24.9	21.1	18.2
市净率 (PB)	2.04	1.87	1.68	1.49	1.32

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

### 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：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：杨玉莹

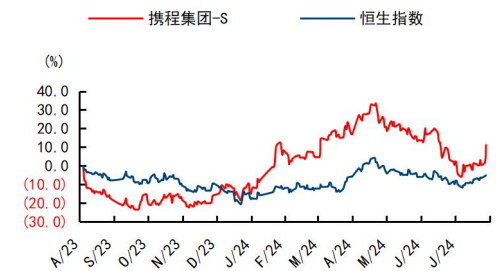
yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	366.40 港元
总市值/流通市值	250445/250445 百万港元
52 周最高价/最低价	452.20/251.40 港元
近 3 个月日均成交额	577.39 百万港元

### 市场走势



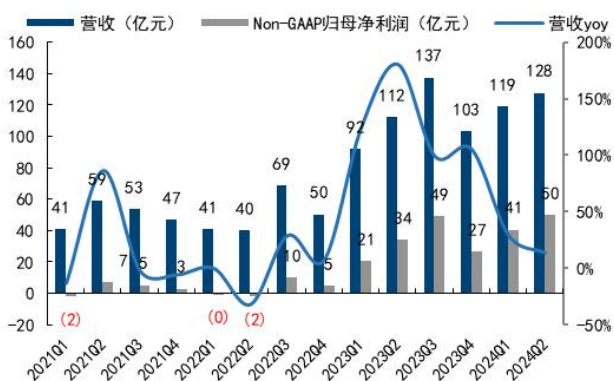
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《携程集团-S (09961.HK) -拟发行 13 亿美元可转换优先票据，积极拓展海外业务》——2024-06-06
- 《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

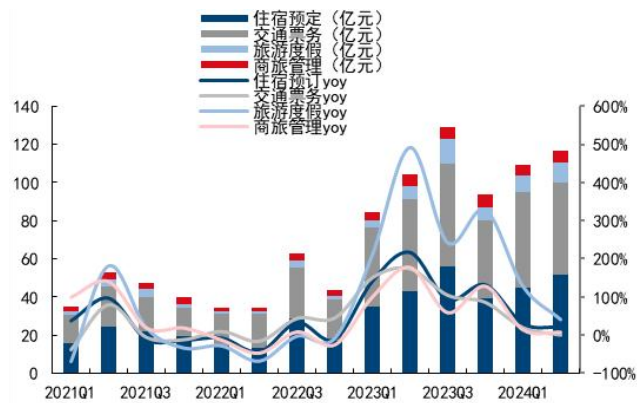
**2024 年二季度收入同比增长 14%，经调净利润增长 45%。**2024Q2 公司收入 127.7 亿元/+13.6%，符合彭博预期（同比+13.4%）；Non-GAAP 归母净利润 49.8 亿元/+45.2%，经调整 EBITDA 为 44.4 亿元/+20.6%，好于彭博预期（分别为+4.1%、+11.1%）。其中收入端逆势实现良好增长；Non-GAAP 经营利润率同比+2.2pct，再创新高，主要系经调开发费用率同比-3.3pct，好于彭博预期，去年同期相关绩效高基数影响，预计后续延续工资平稳增长态势。在此基础上，Non-GAAP 净利率同比+8.5pct，增幅扩大主要来自联营公司盈利 10.9 亿元，预计系持股公司 MakeMyTrip 股价上涨及持股公司利润增长带动。

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

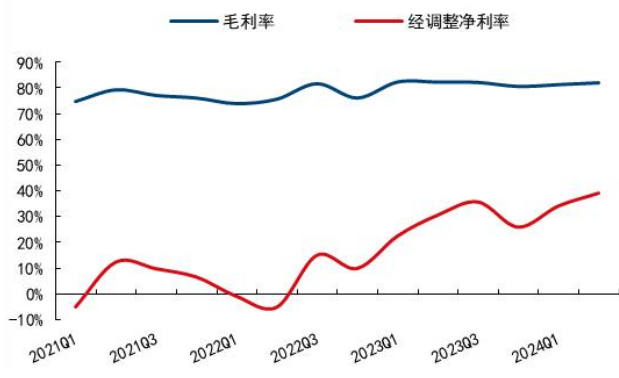
图2：携程集团季度业务拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

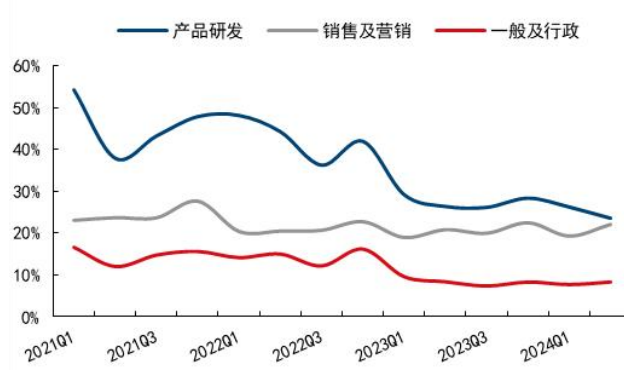
**国内酒店预订量景气度良好，出境游持续好于运力修复，国际业务快速拓份额。**2024Q2 住宿预订收入 51.4 亿元/+20%，交通票务收入 48.7 亿元/+1%，旅游度假收入 10.3 亿元/+42%，商旅管理收入 6.3 亿元/+8%，其他收入 11.2 亿元/+31%。我们分析：1) 二三季度本系出行高基数，伴随中高星级酒店价格降幅扩大，市场对行业需求景气度与公司经营趋势担忧加剧。但在实际验证中，Q2 携程平台酒店预订量同比增长 20%，估算剔除出境游后国内增长 15%左右，超预期，预计主要系目前环境下 OTA 产业链赋能强化，同时同业竞争更温和，公司依托自身平台流量粘性，以品质服务与 AI 赋能，把握旅游新热点，国内住宿业务份额获得有效扩张；而短期国内交通业务仍面临来自佣金率高基数与行业价格压力。2) 出境游仍然是重要增长驱动，延续快于行业运力的增长，Q2 出境酒店和机票预订量已全面恢复至 2019 年 100%水平，比行业国际航班恢复速度快 20-30%；出境团队游则渐进复苏。此外，同一用户出境游对应更高的客单也从结构上抵消部分行业价格下行压力，公司公开会表示平台单用户 GMV 同比持平。3) Q2 国际平台收入同比增长 70%，入境旅游占比提升至 25%以上，处于较快拓市场阶段。亚洲 75%左右交易来自移动端，类比国内为后续用户粘性显现及营销效率提升奠定基础。

图3: 携程旅行季度毛利率和经调整净利率变化



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

**风险提示:** 消费复苏不及预期, 海外竞争加剧, 国际业务扩张不及预期等

**投资建议:** 考虑公司经营景气度延续、良好的费用控制以及联营公司贡献等, 我们上调2024-2026年Non-GAAP归母净利润至164/192/223亿元(此前为155/187/220亿元), 同比增速26%/17%/16%, 对应动态PE为14/12/10x。二季度公司经营效能的再次强劲验证及三季度经营指引持续正面展望有望缓解市场对于行业景气度的担忧。前期年内公司与发售可转债动作同步回购约3亿美元以彰显积极姿态, 还有2.8亿美元资本回报额度(回购/分红)待实施。看好头部出行预定平台流量粘性与公司出色经营效能, 维持“优于大市”评级。

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
		2024-8-27	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
9961.HK	携程集团-s	2,098	19.1	24.0	28.0	32.6	18	14	12	10	优于大市	
0780.HK	同程旅行	306	1.0	1.2	1.4	1.6	14	11	10	8	优于大市	

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	61475	78211	100240	营业收入	20039	44510	52428	61312	71044
应收款项	16655	26046	37058	45018	50412	营业成本	4513	8121	9961	11649	13498
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	5085	5947	7104	销售费用	4922	4250	11714	13668	15820
<b>流动资产合计</b>	<b>61435</b>	<b>88732</b>	<b>122254</b>	<b>151539</b>	<b>184592</b>	管理费用	12564	11838	17524	19555	21770
固定资产	5204	5142	5065	4952	4804	财务费用	(567)	(532)	(108)	(206)	(424)
无形资产及其他	72898	72577	71851	71133	70421	投资收益	(586)	1072	3100	3131	3200
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)	1503	1531	1560
<b>资产总计</b>	<b>191691</b>	<b>219137</b>	<b>251857</b>	<b>280360</b>	<b>312603</b>	营业利润	(1065)	12640	18040	21408	25240
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	17297	20375	23404	<b>利润总额</b>	<b>2049</b>	<b>11752</b>	<b>18040</b>	<b>21408</b>	<b>25240</b>
其他流动负债	20161	28057	46168	53064	60622	所得税费用	682	1750	3608	4282	5048
<b>流动负债合计</b>	<b>61239</b>	<b>72411</b>	<b>90615</b>	<b>101946</b>	<b>113959</b>	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	<b>经调整归属于母公司净利润</b>	<b>1294</b>	<b>13071</b>	<b>16420</b>	<b>19153</b>	<b>22276</b>
其他长期负债	4256	4621	4641	4661	4691						
<b>长期负债合计</b>	<b>17433</b>	<b>23720</b>	<b>23940</b>	<b>24160</b>	<b>24390</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>78672</b>	<b>96131</b>	<b>114555</b>	<b>126106</b>	<b>138349</b>	净利润	1294	13071	16420	19153	22276
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	136548	153587	173683	折旧摊销	1291	1240	1403	1431	1460
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>191691</b>	<b>219137</b>	<b>251857</b>	<b>280360</b>	<b>312603</b>	公允价值变动损失	(373)	(2015)	(100)	(100)	(100)
						财务费用	(567)	(532)	(108)	(206)	(424)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	400	6485	4179	1172	4066
每股收益	1.89	19.12	24.02	28.02	32.59	其它	73	(3069)	(2124)	(2201)	(2276)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>2685</b>	<b>15712</b>	<b>19778</b>	<b>19456</b>	<b>25426</b>
每股净资产	164.27	178.75	199.77	224.70	254.10	资本开支	0	(2543)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-1%	19%	12%	16%	21%	其它投资现金流	4021	7797	(887)	(3727)	(4472)
ROE	1%	8%	11%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1195)</b>	<b>6089</b>	<b>(1387)</b>	<b>(4277)</b>	<b>(5022)</b>
毛利率	77%	82%	81%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-10%	46%	25%	27%	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%	18%	17%	16%	其它融资现金流	(8476)	(9053)	1293	1357	1425
净利润增长率	-5%	910%	26%	17%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4308)</b>	<b>2791</b>	<b>1493</b>	<b>1557</b>	<b>1625</b>
资产负债率	41%	44%	46%	45%	44%	现金净变动	(2818)	24592	19883	16736	22029
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	19818	17000	41592	61475	78211
P/E	176.8	17.5	13.9	11.9	10.3	货币资金的期末余额	17000	41592	61475	78211	100240
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3	企业自由现金流	383	22460	15665	15255	20991
EV/EBITDA	(492)	16	25	21	18	权益自由现金流	(5630)	19782	17244	16977	22955

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±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±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