

出境&海外驱动增长，利润表现超预期

2024 年 08 月 28 日

➤ **事件:** 2024 年 8 月 27 日, 携程集团 (9961.HK/TCOM) 发布 2024 年 Q2 未经审计业绩, 24Q2 净收入 128 亿元, yoy+14%; Non-GAAP 净利润 50 亿元, yoy+45%, Non-GAAP 利润率 39%, yoy+8.5pct; 经调整 EBITDA 44 亿元, 经调整 EBITDA 利润率 35%, yoy+2.0pct.

➤ **收入符合预期; 交通业务增速放缓, 住宿业务表现强劲。** 分拆业务来看, 住宿收入 51 亿元, yoy+20%/qoq+14%; 交通收入 49 亿元, yoy+1%/qoq-3%; 度假收入 10 亿元, yoy+42%/qoq+16%; 商旅收入 6.33 亿元, yoy+8%/qoq+24%。交通收入增速一方面受机票价格承压影响, 另一方面公司主动调整业务结构, 减少保险等产品销售力度后货币化率同比下降; 在保险产品等占用平台资源更多提供给酒店下, 交叉销售率提升带动住宿业务表现强劲。

➤ **成本费用管控良好, Non-GAAP 利润率略超预期。** Q2 毛利率为 81.9%, yoy-0.26pct。扣除 SBC 口径, Q2 研发/管理费用 yoy-1.8%/+6.0%, 研发/管理费用率分别为 20.9%/6.1%, yoy-3.3pct/-0.4pct。销售费用率为 21.8%, yoy+1.2pct。整体成本费用管控良好, Non-GAAP 利润率 39%, 经调整 EBITDA 利润率 35%, 利润端表现超预期。

➤ **出境恢复&纯海外驱动增长。** 1) 尽管国内酒店 ADR 及平均机票价格同比下降对收入有负面影响, 但整体中文站点酒店预订同比增长 20%, 出境等高价格产品驱动下, 公司业绩依旧韧性较强; 2) Q2 出境酒店和机票预定已全面恢复至 2019 年 100%水平, 携程恢复超越行业平均 70%以上国际航班恢复率; 3) 纯海外市场, 携程国际 OTA 平台总收入同比增长 70%, 依旧维持较高水平增速。

➤ **投资建议:** 我们认为, 1) 尽管国内消费市场承压对旅游表现有影响, 短期酒店 ADR/机票价格承压, 但携程品牌优势深厚, 竞争优势有望凸显; 2) 携程持续优于行业的出境表现, 有望进一步带动下半年业绩增长; 3) 入境游政策持续优化&Trip.com 高速增长有望拉动国际业务扩张。我们对公司 2024 年发展保持乐观, 预计公司 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润分别为 165.05 亿元、191.94 亿元、218.58 亿元, Non-GAAP EPS 分别为 24.15 元、28.08 元、31.98 元, 对应 8 月 27 日收盘价经调整 PE 分别为 14 倍、12 倍、10 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 旅游消费表现不及预期风险; 2) 外部竞争加剧风险; 3) 行业政策变动风险; 4) 佣金率下降风险; 5) 重大负面事件冲击。

推荐

维持评级

当前价格:

366.40 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书: S0100524070002

邮箱: lihuayi@mszq.com

相关研究

1. 携程集团-S (9961.HK) 2024Q1 业绩点评: Q1 经调整利润超预期, 国际业务保持高增-2024/05/22

2. 携程集团-S (9961.HK) 2023 年第四季度及全年业绩点评: 四季度业绩超预期, 看好 2024 年业绩增长-2024/02/24

3. 携程集团-S(9961.HK)首次覆盖报告: 资源布局+服务优势, 以高品质迈向全球化-2023/11/28

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	44,510	52,317	60,911	69,740
增长率(%)	122.1	17.5	16.4	14.5
经调整净利润	13,071	16,505	19,194	21,858
增长率(%)	910	26	16	14
EPS(基于经调整净利润)	19.12	24.15	28.08	31.98
P/E(基于经调整净利润)	17	14	12	10
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 08 月 27 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9132RMB)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	88,732	109,629	135,803	164,909
现金及现金等价物	41,592	58,812	78,446	101,811
应收账款及票据	11,410	9,512	12,182	13,948
存货	0	0	0	0
其他	35,730	41,305	45,175	49,151
非流动资产合计	130,405	130,050	129,848	129,629
固定资产	5,142	5,047	4,955	4,866
商誉及无形资产	72,577	72,477	72,367	72,237
其他	52,686	52,526	52,526	52,526
资产合计	219,137	239,679	265,652	294,539
流动负债合计	72,411	78,735	87,422	96,345
短期借贷	25,857	25,857	25,857	25,857
应付账款及票据	16,459	14,163	16,490	18,880
其他	30,095	38,714	45,074	51,608
非流动负债合计	23,720	23,501	23,501	23,501
长期借贷	19,099	19,099	19,099	19,099
其他	4,621	4,402	4,402	4,402
负债合计	96,131	102,236	110,923	119,846
普通股股本	6	6	6	6
储备	122,178	136,543	153,737	173,594
归属母公司股东权益	122,184	136,549	153,743	173,600
少数股东权益	822	894	986	1,092
股东权益合计	123,006	137,443	154,729	174,692
负债和股东权益合计	219,137	239,679	265,652	294,539

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22,004	16,832	19,501	23,249
净利润	9,918	14,365	17,194	19,858
少数股东权益	84	72	92	106
折旧摊销	1,052	1,055	1,062	1,079
营运资金变动及其他	10,950	1,340	1,154	2,207
投资活动现金流	5,919	2,440	2,199	2,199
资本支出	-606	-860	-860	-860
其他投资	6,525	3,300	3,059	3,059
筹资活动现金流	-2,547	-2,053	-2,066	-2,084
借款增加	-1,065	0	0	0
普通股增加	-1,218	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-264	-2,053	-2,066	-2,084
现金净增加额	25,496	17,220	19,634	23,365

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	44,510	52,317	60,911	69,740
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,121	9,574	11,147	12,762
销售费用	9,202	12,051	13,945	16,280
管理费用	3,743	4,017	4,230	4,571
研发费用	12,120	13,094	13,941	15,241
财务费用	-23	-455	-372	-401
权益性投资损益	1,072	3,059	3,059	3,059
其他损益	-667	300	0	0
除税前利润	11,752	17,394	21,080	24,346
所得税	1,750	2,957	3,794	4,382
净利润	10,002	14,437	17,286	19,964
少数股东损益	84	72	92	106
归属母公司净利润	9,918	14,365	17,194	19,858
EBIT	11,729	16,940	20,708	23,945
EBITDA	12,781	17,995	21,770	25,024
EPS (元)	14.51	21.02	25.15	29.05

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	122.12	17.54	16.43	14.49
归属母公司净利润	606.91	44.84	19.69	15.50
盈利能力(%)				
毛利率	81.75	81.70	81.70	81.70
净利率	22.28	27.46	28.23	28.47
ROE	8.12	10.52	11.18	11.44
ROIC	5.94	7.71	8.50	8.94
偿债能力				
资产负债率(%)	43.87	42.66	41.75	40.69
净负债比率(%)	2.73	-10.08	-21.64	-32.55
流动比率	1.23	1.39	1.55	1.71
速动比率	0.93	1.10	1.28	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.23	0.24	0.25
应收账款周转率	5.27	5.00	5.62	5.34
应付账款周转率	0.68	0.63	0.73	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	14.51	21.02	25.15	29.05
每股经营现金流	32.19	24.63	28.53	34.01
每股净资产	178.75	199.77	224.93	253.98
估值比率				
P/E	23	16	13	12
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.09	12.85	10.62	9.24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026