

2024年08月28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

国内业务稳健；竞争优势提升利润前景的确定性

携程2季度收入符合预期，经调整净利润/EBITDA 超市场预期 39%/9%。中文站点酒店预订量同比增 20%，国际 OTA 平台收入同比增 70%。我们维持全年收入预测，上调 11% 全年净利润预测。我们看好公司在竞争优势及敏捷运营背景下确定性较高的利润前景，目标价调整至 500 港元 (9961.HK)，维持买入评级。

报告摘要

2 季度利润超预期：净收入 128 亿元，同比/环比增 14%/7%，符合我们及市场预期，其中住宿预订/交通票收入同比增 20%/1%，对净收入的贡献为 40%/38%，旅游度假收入同比增 42%，恢复至 2019 年同期的 98%，较 1Q24 恢复程度 (84%) 大幅提升。经调整净利润 50 亿元，同比增 45%，超我们/市场预期 44%/39%，经调整净利润率 39%，同比/环比提升 8 个/5 个百分点。剔除联营公司损益 (10 亿元) 的经调整 EBITDA 为 44 亿元，超我们/市场预期 10%/9%，同比增 21%，对应 EBITDA 利润率为 35%，同比/环比提升 2 个/1 个百分点。利润率的超预期表现主要受益于经营费用控制好于预期，经调整研发&营销&管理费用合计同比增 8%，占收入比同比下降 2 个百分点。

国内酒店及机票预订量常态化增长，出境游维持高增速：2 季度中文站点酒店预订量同比增 20%，与 1 季度增速一致，酒店 ADR 同比下降，主要受酒店行业范围 ADR 下降、平台酒店供给增加 (同比增 20%) 影响。出境业务方面，2 季度出境酒店及机票预订恢复至 2019 年同期水平，对比民航国际客运量恢复至 2019 年的 82%。暑期出境机票均价较为 2019 年同期增 5%-10%，环比有所增加。

国际 OTA 业务稳步推进：2 季度国际 OTA 平台 Trip.com 总收入同比增约 70%，对比 1Q24 为 80%，对总收入贡献约为 10.5%，其中亚太市场贡献国际 OTA 业务收入约 70%。从收入结构看，酒店预订收入占比约为 35-40%，受益于交叉销售率提升。移动端订单占比约为 65%-70%，一站式旅行预订用户心智有望持续强化。入境游酒店及机票预订量同比增 200%，收入约占 Trip.com 的 25%，较 1Q24 (20%) 进一步提升。

预测及估值：管理层指引 7-8 月，出境机票和酒店预订超过 2019 年同期约 10-20%，国内酒店预订量同比双位数增长，Trip.com 有高双位数增长，ADR 同比下降压力或在 4 季度所有缓释。我们维持 2024 年收入预测不变 (523 亿元，同比增 17%)，上调全年经调整净利润 11% 至 162 亿元 (前值: 148 亿元)，对应利润率为 31.3%。国内消费疲弱或影响旅游支出预算，同时考虑市场情绪变化，我们下调估值倍数，给予 18 倍 2024 年市盈率估值 (vs. 此前 21 倍)，目标价调整至 500 港元 (9961.HK) /64 美元 (TCOM.US) (前值: 519 港元/67 美元)，维持买入评级。我们认为公司的国内业务运营敏捷度较高，ROI 投入导向下利润率确定性较高，出境+国际业务中长期增长潜力维持不变。

风险：消费持续弱于预期；酒店 ADR 及机票价格下行压力大于预期；国际业务投资回报率不及预期。

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	52,328	59,646	66,947
同比增长 (%)	9%	0%	122%	17%	14%	12%
调整后净利润 (百万元)	1,356	1,294	13,071	16,374	18,581	22,544
调整后净利润率 (%)	6.8%	6.5%	29.3%	31.3%	31.2%	33.7%
调整后每股盈利 (元)	2.11	1.97	19.45	23.80	27.01	32.77
市盈率 (倍)	NM	NM	16.5	13.2	11.6	9.6
市销率 (倍)	10.8	10.8	4.9	4.1	3.6	3.2
净资产收益率 (%)	-0.5%	1.2%	8.1%	11.6%	12.5%	16.6%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 500 港元

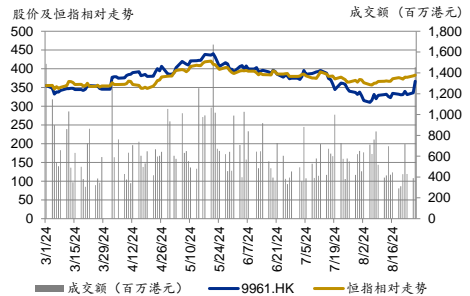
现价 (2024-08-27): 370.20 港元

总市值(百万港元)	250,445
流通市值(百万港元)	250,445
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)	579.3

股东结构

The Capital Group	9.45%
百度	9.41%
其他	81.14%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.75	-6.17	18.04
绝对收益	7.76	-11.20	17.59

数据来源：公司资料，彭博，万得

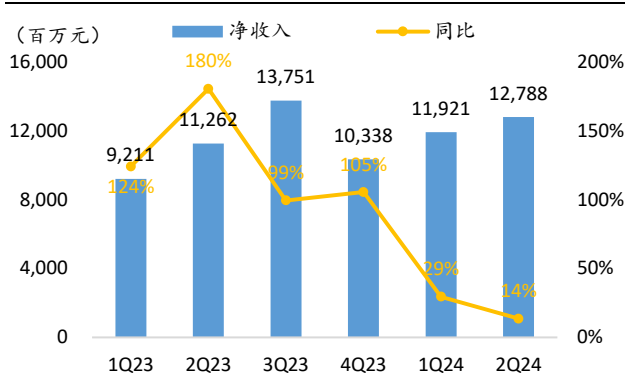
王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

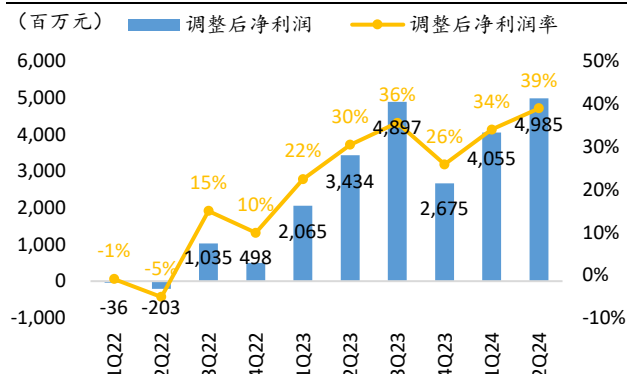
携程集团 2Q24 业绩概览

图 1: 2Q24 收入同比增 14%



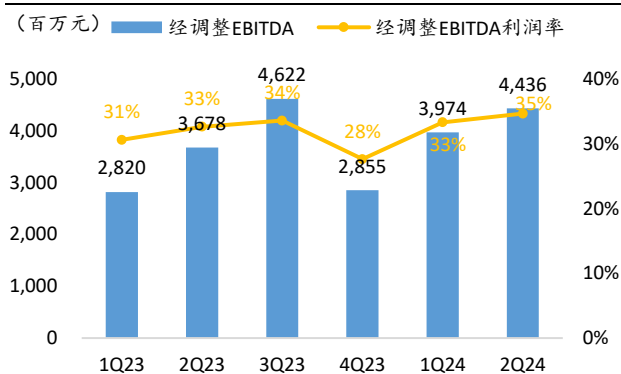
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 2: 2Q24 经调整净利润率为 39%



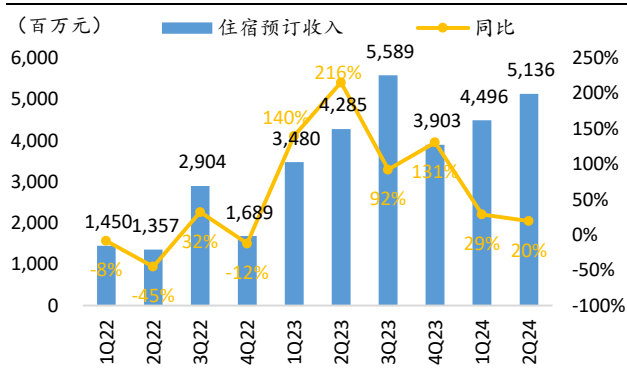
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 3: 1Q24 经调整 EBITDA 利润率为 35%



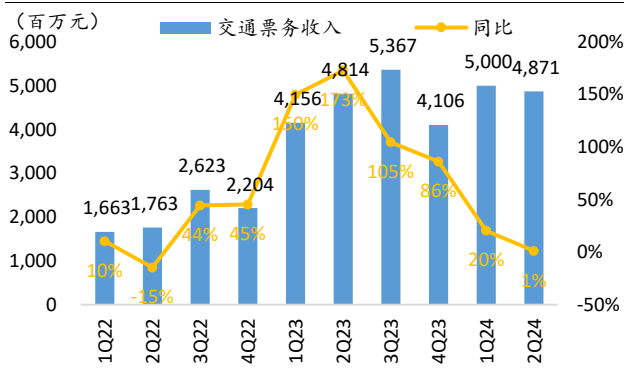
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 4: 2Q24 住宿预订收入同比增 20%



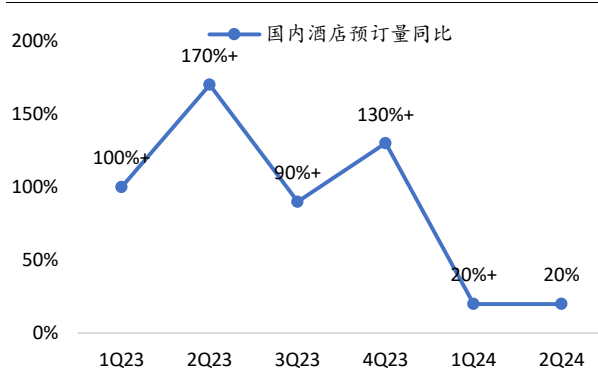
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 5: 2Q24 交通票务收入同比增 1%



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 6: 2Q24 国内酒店预订量同比增 20%



资料来源: 公司资料, 安信国际

盈利预测更新

图 7: 利润表预测

携程集团 人民币, 百万元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	2023	2024E	彭博预测	变动	2025E	2026E
总收入	9,211	11,262	13,751	10,338	11,921	12,788	15,686	44,562	52,328	52,506	-1%	59,646	66,947
同比	124%	180%	99%	105%	29%	14%	14%	122%	17%	18%		14%	12%
住宿预订	3,480	4,285	5,589	3,903	4,496	5,136	6,634	17,257	20,814	20,240	2%	23,367	25,892
交通票务	4,156	4,814	5,367	4,106	5,000	4,871	5,603	18,443	20,108	20,460	-4%	23,015	25,787
旅游度假	386	722	1,328	704	883	1,025	1,641	3,140	4,430	4,612	-1%	5,495	6,710
商旅管理	445	584	591	634	511	633	739	2,254	2,705	2,522	0%	3,381	3,821
其他	744	857	876	991	1,031	1,123	1,069	3,468	3,815	4,327	0%	4,387	4,738
营业成本	-1,637	-2,007	-2,467	-2,010	-2,238	-2,312	-2,968	-8,317	-9,830	-9,713	-1%	-11,702	-12,552
毛利	7,561	9,240	11,273	8,315	9,667	10,460	12,698	36,193	41,974	42,793	-1%	47,868	54,309
毛利率	82.1%	82.0%	82.0%	80.4%	81.1%	81.8%	81.0%	81.2%	80.2%	81.5%		80.3%	81.1%
研发费用	-2,674	-2,953	-3,577	-2,916	-3,109	-2,993	-3,702	-12,120	-12,739	-13,138	-7%	-14,613	-16,067
销售费用	-1,755	-2,355	-2,759	-2,333	-2,312	-2,835	-3,372	-9,202	-11,025	-11,361	-1%	-13,003	-13,322
行政费用	-891	-955	-1,028	-869	-931	-1,077	-1,255	-3,743	-4,301	-3,924	8%	-4,772	-5,289
经营利润	2,241	2,977	3,909	2,197	3,315	3,555	4,369	11,324	14,446	13,915	4%	15,480	19,631
经营利润率	24.3%	26.4%	28.4%	21.3%	27.8%	27.8%	27.9%	25.4%	27.6%	26.5%		26.0%	29.3%
归母净利润	3,375	631	4,615	1,297	4,312	3,833	3,946	9,918	14,971	13,070	3%	16,572	20,306
净利润率	36.6%	5.6%	33.6%	12.5%	36.2%	30.0%	25.2%	22.3%	28.6%	24.9%		27.8%	30.3%
经调整EBITDA	2,820	3,678	4,622	2,855	3,974	4,436	5,094	13,975	17,359	16,054	4%	18,394	22,759
经调整EBITDA利润率	30.6%	32.7%	33.6%	27.7%	33.3%	34.7%	32.5%	31.4%	33.2%	30.6%		30.8%	34.0%
经调整归母净利润	2,065	3,434	4,897	2,675	4,055	4,985	4,274	13,071	16,374	14,918	11%	18,581	22,544
经调整归母净利润率	22.4%	30.5%	35.6%	25.9%	34.0%	39.0%	27.2%	29.3%	31.3%	28.4%		31.2%	33.7%

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	52,328	59,646	66,947	现金、现金等价物及受限制	21,196	18,487	43,983	45,302	46,209	47,133
营业成本	-4,598	-4,513	-8,317	-9,830	-11,702	-12,552	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	41,974	47,868	54,309	应收账款净额	4,649	5,486	11,410	15,698	17,297	19,415
销售费用	-4,922	-4,250	-9,202	-11,025	-13,003	-13,322	预付账款及其他流动资产	10,697	11,917	15,591	18,308	20,869	23,423
研发费用	-8,992	-8,341	-12,120	-12,739	-14,613	-16,067	流动资产合计	66,108	61,435	88,732	102,026	107,773	114,071
管理费用	-2,922	-2,847	-3,743	-4,301	-4,772	-5,289	物业、设备及软件	5,534	5,204	5,142	6,038	6,883	7,725
营业利润	-1,411	88	11,324	14,446	15,480	19,631	无形资产及土地使用	13,046	12,825	12,644	14,848	16,924	18,995
财务成本净额	567	532	23	396	2,212	2,161	使用权资产	777	819	641	753	858	963
税前利润	-471	2,635	10,680	15,226	18,192	22,292	投资	44,961	50,177	49,342	52,328	59,646	66,947
所得税	-270	-682	-1,750	-2,859	-3,416	-4,185	商誉	59,439	59,337	59,372	58,997	58,998	58,999
税后利润	-645	1,367	10,002	15,123	16,690	20,441	其他长期资产	371	545	688	808	921	1,034
少数股东权益	95	36	-84	-152	-118	-135	递延所得税资产	1,684	1,324	2,576	3,025	3,448	3,870
归母净利润	-550	1,403	9,918	14,971	16,572	20,306	非流动资产合计	125,812	130,231	130,405	136,797	147,678	158,533
Non-GAAP净利润	1,356	1,294	13,071	16,374	18,581	22,544	总资产合计	191,859	191,691	219,137	238,823	255,451	272,604
							短期负债及长期负债的即期部	39,866	32,674	25,857	30,363	34,610	38,846
							应付账款	6,019	7,569	16,459	19,327	22,030	24,727
							客户预付款	7,535	8,278	13,380	15,712	17,909	20,101
							其他流动负债	12,798	12,718	16,715	19,628	22,373	25,111
							流动负债合计	66,218	61,239	72,411	85,030	96,922	108,785
							递延所得税负债	3,527	3,487	3,825	4,492	5,120	5,746
							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	560	638	717
							其他非流动性负债	165	235	319	375	427	479
							非流动负债合计	15,185	17,433	23,720	25,098	26,447	27,812
							负债合计	81,403	78,672	96,131	110,129	123,369	136,597
							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	30,698	32,658	35,135
							所有者权益合计	110,456	113,019	123,006	128,694	132,082	136,007
							负债及权益合计	191,859	191,691	219,137	238,823	255,451	272,604
							现金流量简表						
							(百万人民币)						
							经营活动现金流	2,475	2,641	17,364	17,305	21,519	25,124
							投资活动现金流	-4,148	1,136	-1,819	-1,384	-1,460	-1,568
							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	43,397	62,836
							期末现金	21,196	18,487	27,992	43,397	62,836	85,798

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、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位买卖，(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到日本、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