

## 买入

2024年9月4日

### 国内业务彰显韧性，出境及海外延续高增

- 24Q2 业绩增长超预期：**24H1 集团实现收入、经调整净利润分别为 247.1/90.4 亿元人民币（下同），同比+20.7%/+64.4%，其中 24Q2 收入、经调整净利润分别为 127.9/49.9 亿元，同比+13.5%/+45.2%。在当前国内旅游行业或面临价格扰动的环境下，集团经营增长彰显韧性。
- 国内出行稳健，出境及海外延续高增：分业务看，**集团于 24H1 住宿预订/交通票务/旅游度假/商旅管理/其他业务收入分别为 96.3/98.7/19.1/11.4/21.5 亿元，同比+24.0%/+10.0%/+72.2%/+11.2%/+34.5%，其中 24Q2 单季度收入分别为 51.4/48.7/10.3/6.3/11.2 亿元，同比+19.9%/+1.2%/+42.0%/+8.4%/+31.0%。**分区域市场看，**集团中文站点 24Q2 酒店预订共计同比约+20%。我们预计，其中 1) 国内游方面，集团期内受酒店价格波动的负面影响略好于行业，且酒店及交通票务预订量增速均保持略高于行业。集团期内量增充分抵消降价压力，国内游在出境游分流影响下，整体业绩增长优于预期，2) 出境游方面，24Q2 平台出境酒店和机票预订均全面恢复至疫情前 100%水平，预计低基数下同比仍实现大幅增长。海外方面，24Q2 集团国际 OTA 平台总收入同比约+70%，延续高速扩张态势。
- 盈利能力优化明显：**24Q2 公司综合毛利率 81.8%，同比-0.3pct，期内研发/销售/管理费用率分别为 23.4%/22.2%/8.4%，同比分别-2.8 /+1.3/-0.1pct。受益于期内费用优化及联营公司收益大幅提升，最终公司经调整归母净利润率为 39.0%，同比+8.5pct，盈利能力显著提高。
- 目标价 61.52 美元，买入评级：**下半年暑假旺季期间，受供给侧大幅增加及去年价格高基数影响，国内机酒价格更趋于理性，但受整体出行量持续火热带动，叠加当前 OTA 行业竞争环境更趋于理性，预计下半年集团的国内游量增有望持续冲抵价降影响。展望未来，我们预计集团获客能力有望保持领先行业，整体国内游业务保持稳健。出境游方面，下半年受益于暑假需求旺季及整体出境运力的进一步恢复，预计集团整体出境机+酒预订量环比 24Q2 将进一步提高。海外业务方面，随集团持续投入对海外 Trip.com 的品牌打造及获客能力优化，我们预计未来集团的海外平台中短期将有望维持 50%+以上的高复合增速。综上，预计集团 2024-2026 年 non-GAAP 净利润分别有望实现 154.6/182.5/214.8 亿元，上调目标价至 61.52 美元，相当于 24 财年盈利预测 21 倍 PE，距离当前股价具有 30.0%上涨空间，维持买入评级。
- 重要风险：**1) 宏观经济发展不及预期；2) 地缘政治风险；3) 竞争加剧；4) 海外扩展不及预期；5) 品牌声誉风险。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

### 主要数据

行业	OTA/互联网
股价	47.33 美元
目标价	61.52 美元 (+30.7%)
股票代码	TCOM.O
总股本	6.51 亿股
市值	308.17 亿美元
52 周高/低	58.00 美元/31.55 美元
每股净资产	28.123 美元
主要股东	百度集团 (8.89%) Capital World Investors (5.92%) 梁建章 (1.15%)

### 盈利摘要

财务年度截至12月31日	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入(百万元)	20,055	44,562	52,352	61,307	71,553
变动(%)	0.1%	122.2%	17.5%	17.1%	16.7%
Non-GAAP归母净利润(百万元)	1,294	13,071	15,455	18,252	21,481
变动(%)	-4.6%	910.1%	18.2%	18.1%	17.7%
基本每股收益(元)	2.2	15.2	20.8	24.6	28.9
市盈率@47.33美元(倍)	155.1	22.2	16.2	13.7	11.6
每股股息(美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元						财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	20,055	44,562	52,352	61,307	71,553	盈利能力					
营业成本与销售税及附加费	(4,529)	(8,173)	(9,528)	(10,974)	(12,594)	毛利率	77%	82%	82%	82%	82%
毛利	15,526	36,389	42,823	50,333	58,959	营业利润率	0%	25%	26%	26%	26%
营业费用	(15,438)	(25,065)	(29,421)	(34,484)	(40,283)	归母净利率	7%	22%	26%	26%	26%
—销售费用	(4,250)	(9,202)	(12,041)	(14,131)	(16,529)	运营能力					
—管理费用	(2,847)	(3,743)	(4,293)	(5,027)	(5,867)	行政管理费用率	14%	8%	8%	8%	8%
—研发费用	(8,341)	(12,120)	(13,087)	(15,326)	(17,887)	市场营销费用率	21%	21%	23%	23%	23%
营业利润	88	11,324	13,403	15,849	18,676	研究和开发费用率	42%	27%	25%	25%	25%
财务费用	532	23	27	32	37	实际税率	26%	16%	16%	16%	16%
所得税	(682)	(1,750)	(2,072)	(2,452)	(2,891)	派息率					
净利润	1,367	10,002	13,715	16,189	19,045	应收票据及应收账款周转天数	92	69	69	69	69
少数股东损益	(36)	84	115	136	160	应付票据及应付账款周转天数	(548)	(537)	(537)	(537)	(537)
归母净利润	1,403	9,918	13,600	16,053	18,885	财务状况					
Non-GAAP归母净利润	1,294	13,071	15,455	18,252	21,481	资产负债率	41%	44%	31%	30%	28%
基本每股收益	2	15	21	25	29	现金流量净额/净利润	1.9	2.2	1.1	1.0	1.0
增速 (%)						总资产/股本					
营业收入	0.1%	122.2%	17.5%	17.1%	16.7%	财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
营业利润	106.2%	12,768.2%	18.4%	18.2%	17.8%		2022	2023	2024	2025	2026
Non-GAAP归母净利润	(4.6%)	910.1%	18.2%	18.1%	17.7%		实际	实际	预测	预测	预测
						净利润	1,367	10,002	13,715	16,189	19,045
						折旧与摊销	1,291	1,052	2,155	2,523	2,945
						其他	(17)	10,950	(508)	(2,161)	(2,523)
						经营活动产生的现金流量净额	2,641	22,004	15,362	16,552	19,466
						购买固定资产产生的现金流量净额	(497)	(606)	(558)	(554)	(572)
						购买/出售投资产生的现金流量净额	1,200	7,448	2,111	3,586	4,382
						投资活动产生的现金流量净额其他项目	439	(923)	(567)	(350)	(613)
						投资活动产生的现金流量净额	1,136	5,919	986	2,682	3,196
						发行/偿还债务产生的现金流量净额	(5,433)	(1,961)	(1,796)	(3,063)	(2,273)
						融资活动所得现金流量净额	(6,717)	(2,547)	(1,782)	(3,682)	(2,670)
						现金及现金等价物净增加额	(2,709)	25,496	14,566	15,552	19,992
						期初现金及现金等价物余额	21,196	18,487	43,983	58,549	74,101
						期末现金及现金等价物余额	18,487	43,983	58,549	74,101	94,093

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。