

买入

2024年11月19日

国内市场保持强劲，海外市场持续扩张

- 24Q3 业绩延续强大韧性：**24Q1-Q3 集团实现收入、经调整净利润分别为 406.1/150.0 亿元人民币，同比+18.7%/+44.3%，其中 24Q3 收入、经调整净利润分别为 159.0/59.6 亿元，同比+15.6%/+21.8%，期内业绩保持高增，主要由国内暑假及黄金周旅游出行需求强劲、以及海外市场延续强劲扩张所致。
- 国内出行份额提升，出入境及海外业务影响力扩大：**分业务看，集团于 24Q1-Q3 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 164.3/155.2/34.7/18.0/33.9 亿元，同比+23.1%/+8.3%/+42.3%/+11.1%/+36.8%，其中 24Q3 单季度收入分别为 68.0/56.5/15.6/6.6/12.3 亿元，同比+21.7%/+5.3%/+17.3%/+11.0%/+40.9%。**分区域市场看，**1) 24Q3 国内游市场保持稳健增长，预计集团平台酒店及机票预订量均实现中高双位数增长，继续保持超过行业平均增长水平，2) 出境游方面，24Q3 国际航班运力已恢复至 2019 年疫情前 80%左右水平，平台的出境酒店和机票预订量均超过了 2019 年疫情前的水平，达到 120%左右。其中出境旅游度假业务同比增长达到三位数水平，尤其是四五线城市居民对出境游的需求爆炸性增长。3) 在海外市场，集团国际 OTA 平台继续快速扩张，24Q3 海外平台的酒店和机票预订量整体同比增长超过 60%，其中亚太地区增长超过 70%。集团的应用程序在港澳台、韩国、新加坡、马来西亚、泰国等多个海外市场成为同类产品下载量最大的应用。4) 入境游方面，24Q3 入境酒店预订量实现了三位数的同比增长。其中，有 25%的入境游客是多次访问中国的旅客，境外旅客对前往中国进行旅游探索的兴趣日益增长。
- 盈利能力优化明显：**24Q3 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 24.0%/21.0%/7.5%，同比分别-2.9/+0.9/-1.2pct，财务费率用同比-1.2pct。期内公司受益于费用投放效益大幅提升，最终经调整归母净利润率为 36.9%，同比+6.6pct，盈利能力显著提高。
- 目标价 71.25 美元，买入评级：**展望未来，随国内市场同比基数逐渐正常化，我们预计未来国内游需求增长将逐渐恢复稳态，出境、入境及纯海外市场有望保持强劲扩大势头。综上，预计集团 2024-2026 年 non-GAAP 净利润分别有望实现 160.0/186.0/215.6 亿元，上调目标价至 71.25 美元，相当于 25 财年盈利预测 20 倍 PE，距离当前股价具有 16.2%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

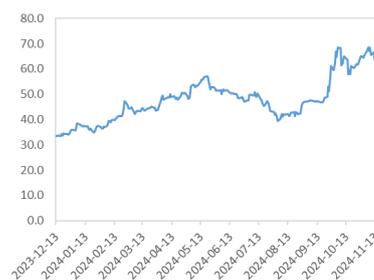
行业	OTA/互联网
股价	61.32 美元
目标价	71.25 美元 (+16.2%)
股票代码	TCOM.O
总股本	6.51 亿股
市值	399.26 亿美元
52 周高/低	69.67 美元/31.55 美元
每股净资产	28.123 美元
主要股东	百度集团 (8.89%) Capital World Investors (5.92%) 梁建章 (1.15%)

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	52,879	60,946	70,075
变动(%)	0.1%	122.2%	18.7%	15.3%	15.0%
Non-GAAP归母净利润(百万元)	1,294	13,071	16,002	18,596	21,556
变动(%)	-4.6%	910.1%	22.4%	16.2%	15.9%
基本每股收益(元)	2.2	15.2	22.1	25.6	29.7
市盈率@61.32美元(倍)	203.2	29.0	20.0	17.2	14.9
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	52,879	60,946	70,075	盈利能力					
营业成本与销售税及附加费	(4,529)	(8,173)	(9,788)	(11,099)	(12,551)	毛利率	77%	82%	81%	82%	82%
毛利	15,526	36,389	43,090	49,847	57,524	营业利润率	0%	25%	26%	27%	27%
营业费用	(15,438)	(25,065)	(29,162)	(33,641)	(38,715)	归母净利润率	7%	22%	27%	27%	28%
—销售费用	(4,250)	(9,202)	(11,845)	(13,682)	(15,767)	运营能力					
—管理费用	(2,847)	(3,743)	(4,204)	(4,845)	(5,571)	行政管理费用率	14%	8%	8%	8%	8%
—研发费用	(8,341)	(12,120)	(13,113)	(15,113)	(17,377)	市场营销费用率	21%	21%	22%	22%	23%
营业利润	88	11,324	13,929	16,206	18,809	研究和开发费用率	42%	27%	25%	25%	25%
财务费用	532	23	423	488	561	实际税率	26%	16%	16%	16%	16%
所得税	(682)	(1,750)	(2,210)	(2,572)	(2,986)	派息率					
净利润	1,367	10,002	14,523	16,866	19,539	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	122	142	164	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	14,401	16,724	19,375	财务状况					
Non-GAAP归母净利润	1,294	13,071	16,002	18,596	21,556	资产负债率	41%	44%	31%	30%	28%
基本每股收益	2	15	22	26	30	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%	18.7%	15.3%	15.0%	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%	23.0%	16.4%	16.1%						
Non-GAAP归母净利润	(4.6%)	910.1%	22.4%	16.2%	15.9%						
资产负债表						总资产/股本					
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
货币资金	17,000	43,983	59,508	75,948	96,662	净利润	1,367	10,002	14,523	16,866	19,539
应收票据及应收账款	5,486	11,410	10,025	11,554	13,285	折旧与摊销	1,291	1,052	2,176	2,508	2,884
预付款项、按金及其他应收款项	10,169	15,591	15,284	17,616	20,254	其他	(17)	10,950	(378)	(1,935)	(2,235)
无形资产	12,742	12,644	12,644	12,644	12,644	经营活动产生的现金流量净额	2,641	22,004	16,321	17,439	20,188
商誉	59,337	59,372	59,372	59,372	59,372	购买固定资产产生的现金流量净额	(497)	(606)	(558)	(554)	(572)
固定资产	5,204	5,142	5,142	5,142	5,142	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
资产总额	191,691	219,137	304,986	325,287	350,370	投资活动产生的现金流量净额其他项目	439	(923)	(567)	(350)	(613)
短期借款	32,674	25,857	25,857	25,857	25,857	投资活动产生的现金流量净额	1,136	5,919	986	2,682	3,196
长期借款	13,177	19,099	19,099	19,099	19,099	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)
应付票据及应付账款	7,569	16,459	14,388	16,315	18,450	融资活动所得现金流量净额	(6,717)	(2,547)	(1,782)	(3,682)	(2,670)
负债合计	78,672	96,131	94,060	95,987	98,122	现金及现金等价物净增加额	(2,709)	25,496	15,525	16,440	20,714
归属于母公司股东权益合计	112,283	122,184	210,103	228,478	251,427	期初现金及现金等价物余额	21,196	18,487	43,983	59,508	75,948
少数股东权益	736	822	822	822	822	期末现金及现金等价物余额	18,487	43,983	59,508	75,948	96,662
股东权益合计	113,019	123,006	210,925	229,300	252,249						
负债和股东权益合计	191,691	219,137	304,986	325,287	350,370						

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。