

## 出境&amp;纯海外构成稳定增长预期，盈利能力稳健

2024 年 11 月 20 日

➤ **事件:** 11月19日, 携程 (9961.HK/TCOM) 发布 2024 年三季报, Q3 实现净营收 158.73 亿元, yoy+15.5% (超彭博一致预期); 归母净利润 67.65 亿元, yoy+46.6%; Non-GAAP 归母净利润 59.63 亿元, yoy+21.8% (大超彭博一致预期 47.73 亿元), 对应 Non-GAAP 净利率 37.6%, yoy+1.9pct。

➤ **收入利润均超预期, 出境&海外为主要驱动力。** 1) 收入分业务来看, 酒店住宿 68.02 亿元, yoy+21.7%, qoq+32.4%; 交通票务 56.50 亿元, yoy+5.3%, qoq+16.0%; 度假收入 15.58 亿元, yoy+17.3%, qoq+52.0%; 商旅 6.56 亿元, yoy+11.0%, qoq+3.6%, 酒店住宿业务仍是增长驱动。2) 分区域来看, Q3 出境酒店及机票已经全面恢复至 2019 年同期 120%水平, 恢复率快于行业大盘 40%; 而公司国际 OTA 平台酒店&机票预定同比增长超 60%, 国际市场仍维持高增态势。

➤ **成本费用管控良好, 销售费用低于预期。** Q3 毛利率达 82.4%, yoy+0.3pct, qoq+0.5pct; 扣除 SBC, 研发费用率 21.5%, yoy-2.7pct; 销售费用率 21.1%, yoy+1.3pct; 管理费用率 5.3%, yoy-0.5pct; 销售费用低于彭博一致预期幅度略高, 其他成本费用率管控良好。Q3 Non-GAAP 经营利润率 (不含 SBC) 达 34.4%, yoy+2.3pct, 暑期盈利能力达到较高水平。

➤ **亚太目前仍为 Trip 主力区域, 多市场表现良好。** 公司来自亚太地区预定量增长超过 70%, 并已经成为中国香港、中国澳门、中国台湾、韩国、新加坡、马来西亚等多个市场下载量最大的 OTA 应用程序。携程也发力入境游, 三季度酒店入境游订单量同比增长约 100%, 参与海外推广的多家酒店预定量同比增长超 200%。

➤ **投资建议:** 携程品牌优势深厚, 平台用户优质且支付能力强 (用户平均支出与去年一致, 且比 2019 年高 20%), 竞争优势有望凸显, 公司深厚的国内&海外供应链有望承接国内旅游市场需求&持续增长的出境游需求。我们认为, 携程出境游业务有望继续优于行业表现, Trip.com 高速增长有望拉动国际业务扩张, 对公司发展保持乐观, 预计公司 FY2024-2026 年 Non-GAAP 净利润分别为 174.17 亿元、189.97 亿元、214.07 亿元, Non-GAAP EPS 分别为 25.48 元、27.79 元、31.32 元, 对应 11 月 20 日收盘价经调整 PE 分别为 18 倍、17 倍、15 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。

## 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	44,510	52,850	61,764	70,675
增长率(%)	122.1	18.7	16.9	14.4
经调整净利润	13,071	17,417	18,997	21,407
增长率(%)	910	33	9	13
EPS(基于经调整净利润)	19.12	25.48	27.79	31.32
P/E(基于经调整净利润)	24	18	17	15
P/B	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 11 月 20 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9304RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

497.40 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) 2024 年二季度业绩点评: 出境&海外驱动增长, 利润表现超预期-2024/08/28

2. 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

3. 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

4. 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

**公司财务报表数据预测汇总**

资产负债表 (百万人民币)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>88,732</b>	<b>112,749</b>	<b>138,877</b>	<b>167,511</b>
现金及现金等价物	41,592	61,594	80,965	103,805
应收账款及票据	11,410	9,609	12,353	14,135
存货	0	0	0	0
其他	35,730	41,545	45,559	49,571
<b>非流动资产合计</b>	<b>130,405</b>	<b>130,287</b>	<b>130,085</b>	<b>129,866</b>
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	52,763	52,763	52,763
<b>资产合计</b>	<b>219,137</b>	<b>243,036</b>	<b>268,962</b>	<b>297,378</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>72,411</b>	<b>79,388</b>	<b>88,284</b>	<b>97,290</b>
短期借贷	25,857	25,857	25,857	25,857
应付账款及票据	16,459	14,422	16,721	19,133
其他	30,095	39,109	45,705	52,299
<b>非流动负债合计</b>	<b>23,720</b>	<b>23,709</b>	<b>23,709</b>	<b>23,709</b>
长期借贷	19,099	19,099	19,099	19,099
其他	4,621	4,610	4,610	4,610
<b>负债合计</b>	<b>96,131</b>	<b>103,097</b>	<b>111,993</b>	<b>120,999</b>
普通股股本	6	6	6	6
储备	122,178	139,027	155,966	175,273
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>122,184</b>	<b>139,033</b>	<b>155,972</b>	<b>175,279</b>
少数股东权益	822	907	997	1,100
<b>股东权益合计</b>	<b>123,006</b>	<b>139,939</b>	<b>156,969</b>	<b>176,379</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>219,137</b>	<b>243,036</b>	<b>268,962</b>	<b>297,378</b>

现金流量表 (百万人民币)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>22,004</b>	<b>17,932</b>	<b>19,829</b>	<b>23,613</b>
净利润	9,918	16,849	16,939	19,307
少数股东权益	84	85	91	103
折旧摊销	1,052	1,055	1,062	1,079
营运资金变动及其他	10,950	-56	1,737	3,124
<b>投资活动现金流</b>	<b>5,919</b>	<b>4,123</b>	<b>1,607</b>	<b>1,311</b>
资本支出	-606	-860	-860	-860
其他投资	6,525	4,983	2,467	2,171
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,547</b>	<b>-2,053</b>	<b>-2,066</b>	<b>-2,084</b>
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
<b>现金净增加额</b>	<b>25,496</b>	<b>20,002</b>	<b>19,370</b>	<b>22,840</b>

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)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>营业收入</b>	<b>44,510</b>	<b>52,850</b>	<b>61,764</b>	<b>70,675</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,121	9,749	11,303	12,933
销售费用	9,202	11,890	14,382	16,437
管理费用	3,743	4,133	4,402	4,778
研发费用	12,120	13,078	14,075	15,411
财务费用	-23	-505	-400	-326
权益性投资损益	1,072	2,714	2,467	2,171
其他损益	-667	2,357	0	0
除税前利润	11,752	19,576	20,469	23,613
所得税	1,750	2,643	3,439	4,203
净利润	10,002	16,933	17,030	19,410
少数股东损益	84	85	91	103
<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,918</b>	<b>16,849</b>	<b>16,939</b>	<b>19,307</b>
EBIT	11,729	19,071	20,069	23,287
EBITDA	12,781	20,126	21,131	24,365
EPS (元)	14.51	24.65	24.78	28.25

主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	122.12	18.74	16.87	14.43
归属母公司净利润	606.91	69.88	0.54	13.98
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	81.75	81.55	81.70	81.70
净利率	22.28	31.88	27.43	27.32
ROE	8.12	12.12	10.86	11.01
ROIC	5.94	8.92	8.27	8.65
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	43.87	42.42	41.64	40.69
净负债比率(%)	2.73	-11.89	-22.94	-33.37
流动比率	1.23	1.42	1.57	1.72
速动比率	0.93	1.13	1.30	1.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.22	0.23	0.24	0.25
应收账款周转率	5.27	5.03	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	24.65	24.78	28.25
每股经营现金流	32.19	26.24	29.01	34.55
每股净资产	178.75	203.40	228.19	256.43
<b>估值比率</b>				
P/E	32	19	19	16
P/B	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	25.04	15.90	15.15	13.14

## 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