

携程集团-S (09961.HK)

国内旺季经营优异，国际业务蓄力成长

优于大市

核心观点

2024年三季度经调净利润增长22%，好于彭博一致预期。2024Q3公司收入158.7亿元/+15.5%，超彭博预期（同比+13.9%）；Non-GAAP归母净利润59.6亿元/+21.8%，经调整EBITDA为56.8亿元/+22.9%，好于彭博预期（分别为-2.5%、+14.4%）。旅游旺季收入增速在高基数上环比依然改善，平台龙头优势凸显；Q3经调整EBITDA率同比+2.1pct，好于彭博预期，主要系经调销售费率低基数上同比仅增加1pct，营销效率良好且固定费用杠杆持续显现。

国内酒店份额持续扩张，出境游旺季体现更多超额修复，国际业务高速增长。2024Q3住宿预订收入68.0亿元/+22%，交通票务收入56.5亿元/+5%，旅游度假收入15.6亿元/+17%，商旅管理收入6.6亿元/+11%，其他收入12.3亿元/+41%。我们分析：1) **国内业务旺季份额进一步扩张，预计四季度收入增速环比改善。**三季度酒店增速环比提速，旺季休闲游占优叠加平台精准捕捉消费趋势，境内酒店份额持续增加，平台国内酒店间夜增速好于行业，但房价仍有拖累；Q4伴随行业供给增长放缓，平台酒店房价同比有望平稳，助力国内酒店业务增速回升。Q3国内交通业务的佣金率高基数仍在，Q4有望逐步缓解。此外，地方文旅营销增加带动其他业务增长强劲。2) **出境机酒仍是重要增长驱动，延续快于行业运力增长。**Q3携程出境机票和酒店已恢复至2019年同期的120%，比行业国际航班恢复速度快近40%，旺季平台优势进一步凸显，后续有望趋势延续；出境团队游则渐进复苏，三季度公司旅游度假收入恢复至2019年同期的95%（其中国内团队超2019年），出境自由行趋势延续。3) **国际市场拓展成效显现，四季度拟增加投放。**国际平台目前以规模扩张为主要目标，Q3机酒预定量同比增长超60%，目前在多个市场已成为下载量最高的OTA应用程序，Q4公司预计将把握海外出游旺季增加品牌营销投放。尽管国际平台投放加大及占比提升对利润率阶段存在负面拖累，但考虑国内业务经营杠杆与营销效率持续改善，公司利润率仍有望相对平稳。

风险提示：消费复苏不及预期，国际扩张不及预期，盈利能力不及预期等

投资建议：综合公司Q3优异表现及Q4国内酒店价格已逐步企稳，我们略上调公司2024-2026年收入至529/617/712亿元（此前524/613/710亿元），考虑三季度其它收益等超预期但四季度国际投放更积极，我们上调Non-GAAP归母净利润至174/197/229亿元（此前为164/192/223亿元），对应动态PE为18/16/14x。公司基本盘优质，国际平台增加投放为中线成为亚洲领先在线旅游平台蓄力；公开会提及2025年拟扩大资本回报规模以彰显积极姿态。继续看好公司中高端用户流量挖潜与出色经营效能，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,039	44,510	52,926	61,709	71,249
(+/-%)	0.1%	122.1%	18.9%	16.6%	15.5%
经调整净利润(百万元)	1294	13071	17364	19717	22907
(+/-%)	-4.6%	910.1%	32.8%	13.5%	16.2%
每股收益(元)	1.89	19.12	25.40	28.85	33.51
EBIT Margin	-2.8%	24.0%	25.0%	26.7%	28.4%
净资产收益率(ROE)	1.2%	8.1%	12.2%	11.4%	11.7%
市盈率(PE)	244.4	24.2	18.2	16.0	13.8
EV/EBITDA	574.3	36.6	30.1	25.1	21.2
市净率(PB)	2.82	2.59	2.27	2.01	1.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

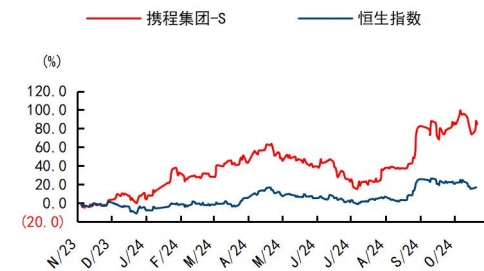
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	497.40 港元
总市值/流通市值	339987/339987 百万港元
52周最高价/最低价	548.50/251.40 港元
近3个月日均成交额	1243.78 百万港元

市场走势



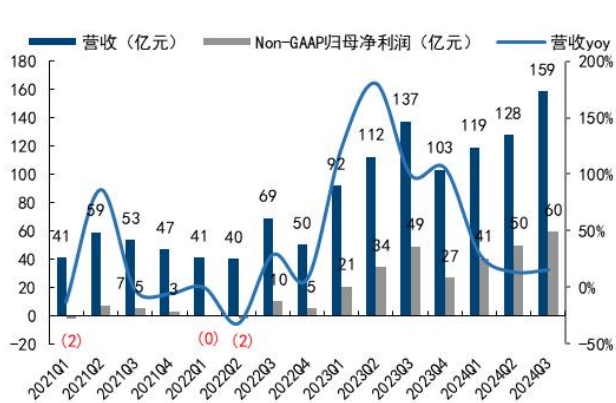
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《携程集团-S (09961.HK) - 二季度经调净利润同比增长45%，经营效能再次验证》——2024-08-28
- 《携程集团-S (09961.HK) - 拟发行13亿美元可转换优先票，积极拓展海外业务》——2024-06-06
- 《携程集团-S (09961.HK) - 公司深度二：打通国内外出行闭环，龙头迈向全新发展周期》——2024-05-31
- 《携程集团-S (09961.HK) - 一季度经调净利润同比增长96%，出境游复苏核心受益龙头》——2024-05-23
- 《携程集团-S (09961.HK) - 2023年盈利逐季验证，2024年出境游有望贡献重要增量》——2024-02-23

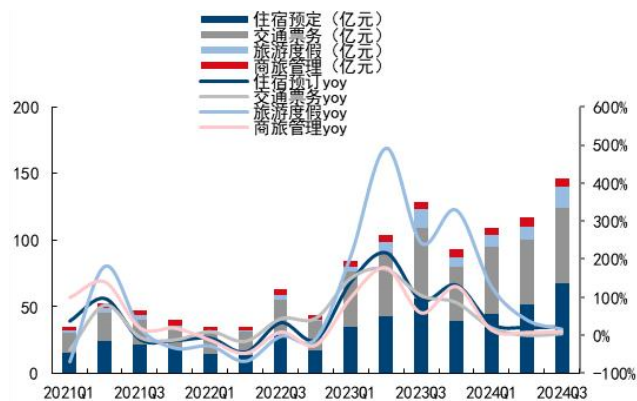
2024 年三季度经调净利润增长 22%，好于彭博一致预期。2024Q3 公司收入 158.7 亿元/+15.5%，超彭博预期（同比+13.9%）；Non-GAAP 归母净利润 59.6 亿元/+21.8%，经调整 EBITDA 为 56.8 亿元/+22.9%，好于彭博预期（分别为-2.5%、+14.4%）。旅游旺季收入增速在高基数上环比依然改善，平台龙头优势凸显；Q3 经调整 EBITDA 率同比+2.1pct，好于彭博预期，主要系经调销售费率低基数上同比仅增加 1pct，营销效率良好且固定费用杠杆持续显现。

图1：携程集团季度收入及 Non-GAAP 业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：携程集团季度业务拆分



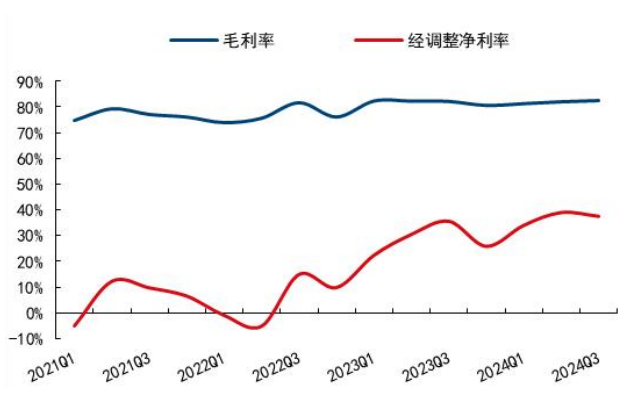
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内酒店份额持续扩张，出境游旺季体现更多超额修复，国际业务高速增长。2024Q3 住宿预订收入 68.0 亿元/+22%，交通票务收入 56.5 亿元/+5%，旅游度假收入 15.6 亿元/+17%，商旅管理收入 6.6 亿元/+11%，其他收入 12.3 亿元/+41%。我们分析：1) **国内业务旺季份额进一步扩张，预计四季度收入增速环比改善。**三季度酒店增速环比提速，旺季休闲游占优叠加平台精准捕捉消费趋势，境内酒店份额持续增加，平台国内酒店间夜增速好于行业，但房价仍有拖累；Q4 伴随行业供给增长放缓，平台酒店房价同比有望平稳，助力国内酒店业务增速回升。Q3 国内交通业务的佣金率高基数仍在，Q4 有望逐步缓解。此外，地方文旅营销增加带动其他业务增长强劲。2) **出境机酒仍是重要增长驱动，延续快于行业运力增长。**Q3 携程出境机票和酒店已恢复至 2019 年同期的 120%，比行业国际航班恢复速度快近 40%，旺季平台优势进一步凸显，后续有望趋势延续；出境团队游则渐进复苏，三季度公司旅游度假收入恢复至 2019 年同期的 95%（其中国内团队超 2019 年），出境自由行趋势延续。3) **国际市场拓展成效显著，四季度拟增加投放。**国际平台目前以规模扩张为主要目标，Q3 机酒预定量同比增长超 60%，目前在多个市场已成为下载量最高的 OTA 应用程序，Q4 公司预计将把握海外出游旺季增加品牌营销投放。尽管国际平台投放加大及占比提升对利润率阶段存在负面拖累，但考虑国内业务经营杠杆与营销效率持续改善，公司利润率仍有望相对平稳。

风险提示：消费复苏不及预期，国际扩张不及预期，盈利能力不及预期等

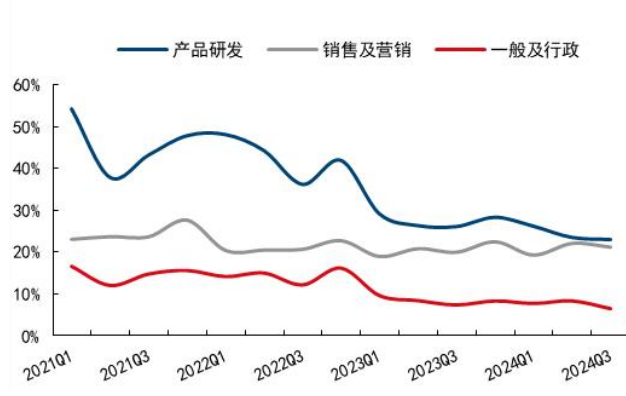
投资建议：综合公司 Q3 优异表现及 Q4 国内酒店价格已逐步企稳，我们略上修公司 2024-2026 年收入至 529/617/712 亿元（此前 524/613/710 亿元），考虑三季度其它收益等超预期但四季度国际投放更积极，我们上调 Non-GAAP 归母净利润至 174/197/229 亿元（此前为 164/192/223 亿元），对应动态 PE 为 18/16/14x。公司基本盘优质，国际平台增加投放为中线成为亚洲领先在线旅游平台蓄力；公开会提及 2025 年拟扩大资本回报规模以彰显积极姿态。继续看好公司中高端用户流量挖潜与出色经营效能，维持“优于大市”评级。

图3: 携程旅行季度毛利率和经调整净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 携程旅行季度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	总市值 (RMB)		EPS				PE				投资评级
		2024-11-20	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
9961.HK	携程集团-s	3,163	19.1	25.4	28.8	33.5	24	18	16	14	优于大市	
0780.HK	同程旅行	396	1.0	1.2	1.4	1.6	18	15	12	11	优于大市	

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 注: EPS 均为经调整后口径。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17000	41592	48826	64356	84518	营业收入	20039	44510	52926	61709	71249
应收款项	16655	26046	37410	45310	50557	营业成本	4513	8121	9844	11601	13466
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2235	3346	5134	5986	7125	销售费用	4250	9202	11917	14249	16577
流动资产合计	61435	88732	110005	138014	169035	管理费用	11838	16513	17928	19385	20959
固定资产	5204	5142	6265	6052	5804	财务费用	(532)	(23)	(760)	(717)	(637)
无形资产及其他	72898	72577	71851	71133	70421	投资收益	(586)	1072	3100	2945	2798
投资性房地产	1977	3344	3344	3344	3344	资产减值及公允价值变动	2015	(667)	1300	0	0
长期股权投资	50177	49342	49342	49392	49442	其他收入	(2464)	1538	1403	1431	1460
资产总计	191691	219137	240807	267934	298046	营业利润	(1065)	12640	19799	21567	25142
短期借款及交易性金融负债	32674	25857	27150	28507	29933	营业外净收支	3114	(888)	700	600	600
应付款项	8404	18497	17078	20286	23344	利润总额	2049	11752	20499	22167	25742
其他流动负债	20161	28057	32955	37704	42643	所得税费用	682	1750	3485	4212	4891
流动负债合计	61239	72411	77183	86497	95920	少数股东损益	(36)	84	(68)	(81)	(96)
长期借款及应付债券	13177	19099	19099	19099	19099	经调整归属于母公司净利润	1294	13071	17364	19717	22907
其他长期负债	4256	4621	4641	4661	4691						
长期负债合计	17433	23720	23740	23760	23790	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	78672	96131	100923	110257	119710	净利润	1294	13071	17364	19717	22907
少数股东权益	736	822	754	673	577	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	112283	122184	139130	157005	177759	折旧摊销	1291	1240	1403	1431	1460
负债和股东权益总计	191691	219137	240807	267934	298046	公允价值变动损失	(2015)	667	(1300)	0	0
						财务费用	(532)	(23)	(760)	(717)	(637)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	400	6485	(9653)	(776)	1642
每股收益	1.89	19.12	25.40	28.85	33.51	其它	73	(3069)	(486)	(1923)	(2249)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1043	18394	7328	18449	23760
每股净资产	164.27	178.75	203.55	229.70	260.06	资本开支	0	139	(500)	(500)	(500)
ROIC	0%	10%	11%	13%	15%	其它投资现金流	4021	7797	(887)	(3727)	(4472)
ROE	1%	8%	12%	11%	12%	投资活动现金流	(1195)	8771	(1387)	(4277)	(5022)
毛利率	77%	82%	81%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-3%	24%	25%	27%	28%	负债净变化	2084	5922	0	0	0
EBITDA Margin	4%	27%	28%	29%	30%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	0%	122%	19%	17%	15%	其它融资现金流	(6834)	(14417)	1293	1357	1425
净利润增长率	-5%	910%	33%	14%	16%	融资活动现金流	(2666)	(2573)	1293	1357	1425
资产负债率	41%	44%	42%	41%	40%	现金净变动	(2818)	24592	7234	15530	20163
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	19818	17000	41592	48826	64356
P/E	244.4	24.2	18.2	16.0	13.8	货币资金的期末余额	17000	41592	48826	64356	84518
P/B	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8	企业自由现金流	1316	16949	2236	13500	19001
EV/EBITDA	574	37	30	25	21	权益自由现金流	(3079)	8473	4160	15438	20943

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032