

2024年11月21日

携程集团 (9961.HK/TCOM.US)

**公司动态分析**

证券研究报告

软件与互联网

**3 季度净利润超预期；看好 2025 年稳健增长前景**

携程 3 季度净利润超我们/市场预期 40%/25%，运营效率持续提升。国内酒店 ADR 同比降幅收窄至低个位数，供给同比增约 7%；交通票务收入明显提速。出境酒店及机票预订较 2019 年增超 20%。我们看好公司 2025 年收入及利润率的稳健前景，基于 16 倍 2025 年市盈率，上调目标价，维持买入评级。

**报告摘要**

**净利润超预期：**3Q24 净收入 159 亿元，同比/环比增 16%/24%，略超我们/市场预期 1%/2%，其中住宿预订同比增 22%，交通票务收入同比增 5%，占总收入的 43%、36%，贡献收入净增量的 56%、13%。毛利同比增 16%，毛利率稳定在 82%；经营利润同比增 28%，受益于有效的费用控制，其中研发/行政费用同比增 2%，营销费用同比增 23%，与海外市场拓展一致，三费占收入比同比下降 3 个百分点。经调整归母净利润 59.6 亿元，同比增 22%，较我们/市场预期的 43 亿元/48 亿元高 40%/25%。

**业务分部亮点：**1) **住宿预订：**国内酒店 ADR 同比降幅收窄至低个位数（对比 2 季度为下降 10%以上），携程国内平台的酒店供给数量同比增 6%-7%，延续增长态势，供给侧优势强化；2) **交通票务：**收入增速较前两个季度明显加速；3) **旅游度假收入** 15.6 亿元，同比/环比增 17%/52%，恢复至 3Q19 的 95%，出境打包游收入同比增超 100%；4) **商旅管理收入** 6.6 亿元，同比/环比增 11%/4%，客户数量持续增长。

**国际业务维持高增速：**1) **出境游：**出境酒店及机票预订较 2019 年同期增 20%，对比民航国际客运量恢复至 3Q19 的 93%。2) **纯海外：**国际 OTA 平台 Trip.com 的酒店及机票预订同比增超 60%，其中亚太地区预定量占比约 70%，环比稳定；入境游酒店预订同比增 100%。收入结构上，其中住宿业务收入占比提升至 40%，机票到酒店的交叉销售率持续提升，国际 OTA 平台收入对集团的总收入贡献为 9%。我们认为，出境及纯海外业务毛利率更高，其收入占比提升对集团整体毛利水平增长是中长期确定性驱动力。

**财务预测及估值：**我们预计 2025 年收入同比增 16%，国内在供给侧的优势稳固，用户平均花费较疫情前提升明显（3Q24 为+20%），出境+国际 OTA 业务有望维持高增长。预计 AI 对经营效率提升仍有空间，经调整净利润有望维持 30% 以上水平。我们将估值基准调整至 2025 年，基于 16 倍市盈率，上调目标价至 571 港元（9961.HK）/73 美元（TCOM.US）（前值：500 港元/64 美元），维持“买入”评级。

**风险：**消费疲弱影响旅游支出；极端天气影响出游计划；海外竞争加剧。

**财务及估值摘要**

财年截止12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	20,055	44,562	52,831	61,176	69,077	77,150
同比增长（%）	0%	122%	19%	16%	13%	12%
调整后净利润（百万元）	1,294	13,071	18,061	21,696	24,141	25,921
调整后净利润率（%）	6.5%	29.3%	34.2%	35.5%	34.9%	33.6%
调整后每股盈利（元）	1.97	19.45	26.51	31.84	35.43	0.00
市盈率（倍）	NM	23.1	16.7	13.9	12.5	11.7
市销率（倍）	15.1	6.8	5.7	4.9	4.4	3.9
净资产收益率（%）	1.2%	8.1%	13.8%	14.4%	17.6%	18.5%

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级：

买入

**维持评级**

6 个月目标价

**571 港元**

股价(2024-11-20)

497 港元

总市值(百万港元)	339,987
流通市值(百万港元)	339,987
总股本(百万股)	684
流通股本(百万股)	684
12 个月低/高(港元)	264.8/548.5
平均成交(百万港元)	1,257.2

**股东结构**

The Capital Group	9.62%
百度(BIDU.US/9888.HK)	7.13%
其他	83.25%

**股价表现**

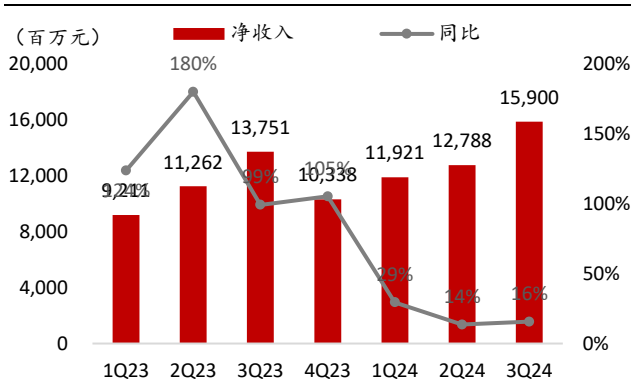

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.80	37.06	66.55
绝对收益	2.51	50.36	77.39

数据来源：公司资料，彭博，港交所

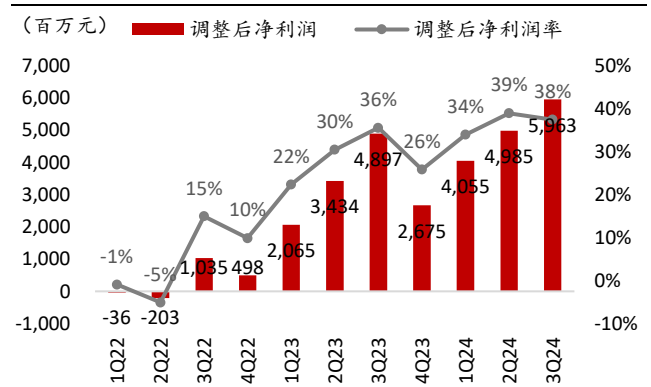
王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

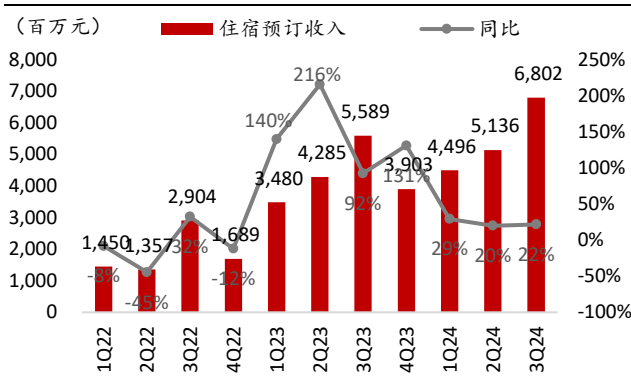
## 2024Q3 业务概览

**图表 1: 3Q24 净收入同比增 16%**


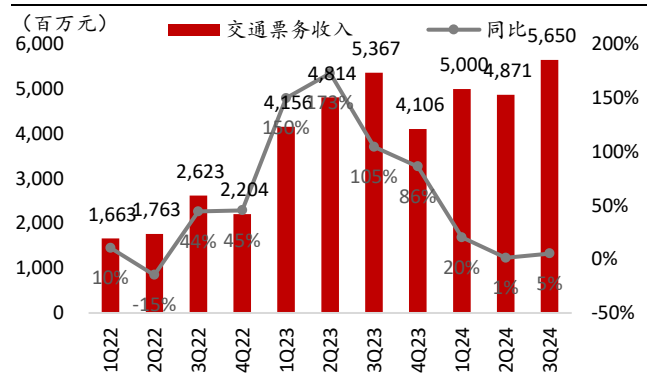
资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 2: 3Q24 经调整净利润 59.6 亿元**


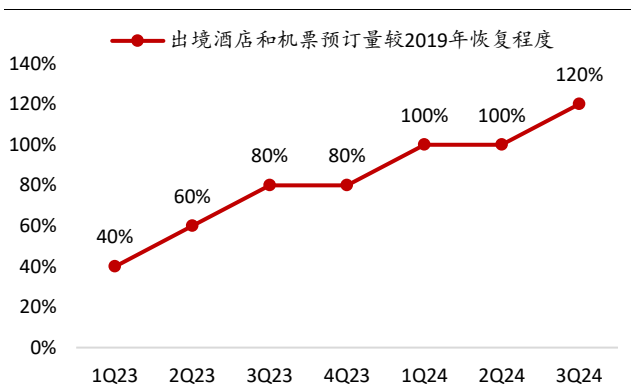
资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 3: 3Q24 住宿预订收入同比增 22%**


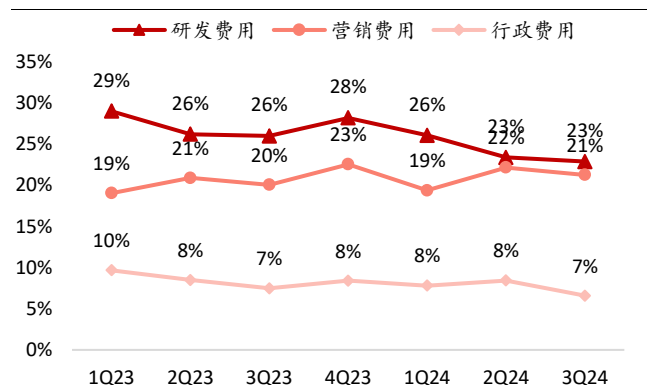
资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 4: 3Q24 交通票务收入同比增 5%**


资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 5: 出境业务持续恢复**


资料来源: 公司财报, 国证国际

**图表 6: 费用率持续优化**


资料来源: 公司财报, 国证国际

## 财务预测更新

**图表 7: 利润表预测更新**

携程集团 人民币, 百万元	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>13,751</b>	<b>10,338</b>	<b>11,921</b>	<b>12,788</b>	<b>15,900</b>	<b>12,222</b>	<b>44,562</b>	<b>52,831</b>	<b>61,176</b>	<b>69,077</b>	<b>77,150</b>
同比	99%	105%	29%	14%	16%	18%	122%	19%	16%	13%	12%
住宿预订	5,589	3,903	4,496	5,136	6,802	4,824	17,257	21,258	24,903	28,213	31,822
交通票务	5,367	4,106	5,000	4,871	5,650	4,687	18,443	20,208	22,872	25,476	28,057
旅游度假	1,328	704	883	1,025	1,558	838	3,140	4,304	5,284	6,452	7,522
商旅管理	591	634	511	633	656	742	2,254	2,542	2,934	3,286	3,648
其他	876	991	1,031	1,123	1,234	1,130	3,468	4,518	5,182	5,649	6,101
营业成本	-2,467	-2,010	-2,238	-2,312	-2,800	-2,285	-8,121	-9,635	-11,040	-12,465	-13,884
<b>毛利</b>	<b>11,273</b>	<b>8,315</b>	<b>9,667</b>	<b>10,460</b>	<b>13,073</b>	<b>9,915</b>	<b>36,389</b>	<b>43,115</b>	<b>50,033</b>	<b>56,494</b>	<b>63,135</b>
毛利率	82.0%	80.4%	81.1%	81.8%	82.2%	81.1%	81.7%	81.6%	81.8%	81.8%	81.8%
研发费用	-3,577	-2,916	-3,109	-2,993	-3,640	-3,085	-12,120	-12,827	-14,462	-16,399	-18,277
销售费用	-2,759	-2,333	-2,312	-2,835	-3,382	-2,906	-9,202	-11,435	-13,929	-15,797	-17,605
行政费用	-1,028	-869	-931	-1,077	-1,045	-917	-3,743	-3,970	-4,152	-4,757	-5,274
<b>经营利润</b>	<b>3,909</b>	<b>2,197</b>	<b>3,315</b>	<b>3,555</b>	<b>5,006</b>	<b>3,007</b>	<b>11,324</b>	<b>14,883</b>	<b>17,489</b>	<b>19,541</b>	<b>21,979</b>
经营利润率	28.4%	21.3%	27.8%	27.8%	31.5%	24.6%	25.4%	28.2%	28.6%	28.3%	28.5%
<b>归母净利润</b>	<b>4,615</b>	<b>1,297</b>	<b>4,312</b>	<b>3,833</b>	<b>6,765</b>	<b>2,865</b>	<b>9,918</b>	<b>17,775</b>	<b>19,124</b>	<b>21,253</b>	<b>22,711</b>
净利润率	33.6%	12.5%	36.2%	30.0%	42.5%	23.4%	22.3%	33.6%	31.3%	30.8%	29.4%
<b>经调整EBITDA</b>	<b>4,622</b>	<b>2,855</b>	<b>3,974</b>	<b>4,436</b>	<b>5,680</b>	<b>3,668</b>	<b>13,975</b>	<b>17,758</b>	<b>20,967</b>	<b>23,319</b>	<b>19,288</b>
经调整EBITDA利润率	33.6%	27.7%	33.3%	34.7%	35.7%	30.0%	31.4%	33.6%	34.3%	33.8%	25.0%
<b>经调整归母净利润</b>	<b>4,897</b>	<b>2,675</b>	<b>4,055</b>	<b>4,985</b>	<b>5,963</b>	<b>3,058</b>	<b>13,071</b>	<b>18,061</b>	<b>21,696</b>	<b>24,141</b>	<b>25,921</b>
经调整归母净利润率	35.6%	25.9%	34.0%	39.0%	37.5%	25.0%	29.3%	34.2%	35.5%	34.9%	33.6%

资料来源: 公司财报, 国证国际预测

**附表：财务报表预测**

<b>利润表</b>							<b>资产负债表</b>						
(百万人民币)							(百万人民币)						
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>20,055</b>	<b>44,562</b>	<b>52,831</b>	<b>61,176</b>	<b>69,077</b>	<b>77,150</b>	现金、现金等价物及受限制现金	18,487	43,983	45,302	46,209	47,133	48,075
营业成本	-4,513	-8,121	-9,635	-11,040	-12,465	-13,884	短期投资	25,545	17,748	22,717	23,399	24,101	24,824
毛利润	15,526	36,389	43,115	50,033	56,494	63,135	应收账款净额	5,486	11,410	15,849	17,741	20,032	21,602
销售费用	-4,250	-9,202	-11,435	-13,929	-15,797	-17,605	预付账款及其他流动资产	11,917	15,591	18,484	21,404	24,168	26,993
研发费用	-8,341	-12,120	-12,827	-14,462	-16,399	-18,277	<b>流动资产合计</b>	<b>61,435</b>	<b>88,732</b>	<b>102,353</b>	<b>108,752</b>	<b>115,434</b>	<b>121,494</b>
管理费用	-2,847	-3,743	-3,970	-4,152	-4,757	-5,274	物业、设备及软件	5,204	5,142	6,096	7,059	7,971	8,902
<b>营业利润</b>	<b>88</b>	<b>11,324</b>	<b>14,883</b>	<b>17,489</b>	<b>19,541</b>	<b>21,979</b>	无形资产及土地使用	12,825	12,644	14,990	17,358	19,600	21,891
财务成本净额	532	23	507	2,212	2,161	1,666	使用权资产	819	641	760	880	994	1,110
<b>税前利润</b>	<b>2,635</b>	<b>10,680</b>	<b>17,658</b>	<b>20,201</b>	<b>22,202</b>	<b>24,146</b>	投资	50,177	49,342	52,831	61,176	69,077	77,150
所得税	-682	-1,750	-2,530	-2,894	-3,181	-3,459	商誉	59,337	59,372	58,997	58,998	58,999	59,000
<b>税后利润</b>	<b>1,367</b>	<b>10,002</b>	<b>17,951</b>	<b>19,254</b>	<b>21,406</b>	<b>22,852</b>	其他长期资产	545	688	816	945	1,066	1,191
少数股东权益	36	-84	-176	-130	-153	-142	递延所得税资产	1,324	2,576	3,054	3,536	3,993	4,460
<b>归母净利润</b>	<b>1,403</b>	<b>9,918</b>	<b>17,775</b>	<b>19,124</b>	<b>21,253</b>	<b>22,711</b>	<b>非流动资产合计</b>	<b>130,231</b>	<b>130,405</b>	<b>137,544</b>	<b>149,952</b>	<b>161,700</b>	<b>173,704</b>
<b>Non-GAAP净利润</b>	<b>1,294</b>	<b>13,071</b>	<b>18,061</b>	<b>21,696</b>	<b>24,141</b>	<b>25,921</b>	<b>总资产合计</b>	<b>191,691</b>	<b>219,137</b>	<b>239,897</b>	<b>258,705</b>	<b>277,133</b>	<b>295,198</b>
							短期负债及长期负债的即期部	32,674	25,857	30,655	35,497	40,082	44,766
							应付账款	7,569	16,459	19,513	22,595	25,513	28,495
							客户预付款	8,278	13,380	15,863	18,368	20,741	23,165
							其他流动负债	12,718	16,715	19,816	22,947	25,910	28,939
							<b>流动负债合计</b>	<b>61,239</b>	<b>72,411</b>	<b>85,847</b>	<b>99,408</b>	<b>112,246</b>	<b>125,365</b>
							递延所得税负债	3,487	3,825	4,535	5,251	5,929	6,622
							长期债务	13,177	19,099	19,672	20,262	20,870	21,496
							长期租赁负债	534	477	566	655	739	826
							其他非流动性负债	235	319	378	438	494	552
							<b>非流动负债合计</b>	<b>17,433</b>	<b>23,720</b>	<b>25,150</b>	<b>26,606</b>	<b>28,033</b>	<b>29,496</b>
							<b>负债合计</b>	<b>78,672</b>	<b>96,131</b>	<b>110,997</b>	<b>126,014</b>	<b>140,279</b>	<b>154,861</b>
							股本	6	6	6	6	6	6
							股本溢价	95,196	96,583	97,990	99,418	100,866	102,336
							储备及其他资本项目	17,817	26,417	30,903	33,267	35,982	37,995
							<b>所有者权益合计</b>	<b>113,019</b>	<b>123,006</b>	<b>128,899</b>	<b>132,691</b>	<b>136,854</b>	<b>140,337</b>
							<b>负债及权益合计</b>	<b>191,691</b>	<b>219,137</b>	<b>239,897</b>	<b>258,705</b>	<b>277,133</b>	<b>295,198</b>
							<b>现金流量简表</b>						
							(百万人民币)						
							<b>经营活动现金流</b>	<b>2,641</b>	<b>17,364</b>	<b>20,075</b>	<b>24,648</b>	<b>26,757</b>	<b>29,453</b>
							<b>投资活动现金流</b>	<b>1,136</b>	<b>-1,819</b>	<b>-1,431</b>	<b>-1,562</b>	<b>-1,646</b>	<b>-1,780</b>
							<b>融资活动现金流</b>	<b>-6,717</b>	<b>-5,922</b>	<b>-573</b>	<b>-590</b>	<b>-608</b>	<b>-626</b>
							期初现金	21,196	18,487	27,992	46,120	68,586	93,102
							期末现金	18,487	27,992	46,120	68,586	93,102	120,141

资料来源：公司财报，国证国际预测

**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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,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、意见及推测反映国证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。国证国际,其母公司或任何其他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或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。

国证国际及其高级职员、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盘买卖,(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。国证国际,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至日本、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),国证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。

收件人应注意国证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,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证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。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**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。
- 国证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。

**国证国际证券(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