

【广发商社&海外】携程网(TCOM)/ 携程集团-S(09961.HK)

出境游领先行业恢复，利润超预期

核心观点：

- 携程集团发布 3Q24 业绩公告。公司 3Q24 净收入 159 亿，同比增长 16%，环比增长 32%；毛利率同比提升 0.3pct 至 82.4%；non-GAAP 归母净利润为 60 亿元，同比增长 22%，non-GAAP 归母净利润率同比增长 1.6pp 至 37.6%。
- 根据公司 3Q24 财报，(1) 3Q24 住宿业务收入同比增长 22%至 68 亿元。(2) 3Q24 交通业务收入同比增长 5%至 57 亿元。(3) 3Q24 旅游度假收入同比增长 17%至 16 亿元。(4) 3Q24 商旅服务收入同比增长 11%至 6.56 亿元。
- 根据携程研究院公众号，海外业务持续高增，出境酒店和机票预订已全面恢复至 2019 年疫情前同期的 120%，可见公司出境业务的市占率持续提升。公司国际 OTA 平台酒店和机票预订同比增长超过 60%。公司在亚太地区的主要市场的品牌影响力持续增强，国际平台在香港、澳门、新加坡等市场成为最常被下载的 OTA 应用，公司在亚太地区的预定量同比增长逾 70%（根据公司 24Q3 业绩会）。
- 根据 3Q24 业绩会，公司 2025 年或将提高股东回报力度和丰富回报方式，2024 年公司主要采用回购，2025 年公司或将采用“回购+分红”。
- 盈利预测与投资建议：预计携程集团 2024-2026 年 non-GAAP 归母净利润分别为 172.4/209.3/242.2 亿元，同比增长 32%/21%/16%。参考可比公司，我们给予公司 2025 年 16X PE 估值，对应美股合理价值为 67.44 美元/ADS，对应港股合理价值为 524.87 港元/股，美股和港股均维持“买入”评级。
- 风险提示：国内 OTA 行业竞争加剧，影响盈利表现；跨境游航司供给恢复速度慢于预期；宏观经济疲软，消费者旅游需求恢复慢于预期等。

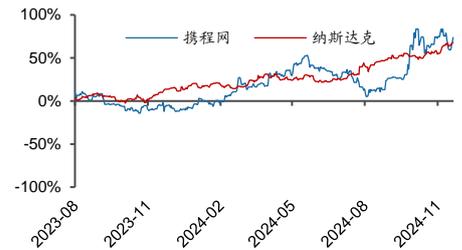
盈利预测：（如无特别说明，本文货币单位均为人民币）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,055	44,562	52,782	60,392	69,574
增长率（%）	0%	122%	18%	14%	15%
non-GAAP 归母净利润(百万元)	1,294	13,071	17,242	20,925	24,222
增长率（%）	-5%	910%	32%	21%	16%
non-GAAP EPS（元/ADS）	1.9	18.9	25.0	30.3	35.1
non-GAAP 市盈率（P/E）	244	24	18	15	13
ROE(%)	1.2%	8.2%	11.4%	12.0%	12.0%
non-GAAP EV/EBITDA（x）	151	25	21	18	16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（1 美元=7.7826 港元=7.1942 人民币）

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	63.64 美元/500.00 港元
合理价值	67.44 美元/524.87 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2024-11-24

相对市场表现



分析师： 嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发商社&海外】携程网 (TCOM)/携程集团 -S(09961.HK):出境游领先行业恢复，利润超预期 2024-08-28
- 【广发商社&海外】携程网 (TCOM)/携程集团 -S(09961.HK):利润超预期，海外业务持续高双位数增长 2024-05-21
- 【广发商社&海外】携程集团 (TCOM)/携程集团 -S(09961.HK):23 年实现全面复苏，海外业务成增长新亮点 2024-02-26

联系人： 杨起帆 021-38003554
yangqifan@gf.com.cn

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	61,435	88,732	92,595	99,526	119,838
货币资金	18,487	43,983	45,794	56,065	78,914
应收及预付	17,403	27,001	26,983	21,825	17,847
其他流动资产	25,545	17,748	19,819	21,635	23,078
非流动资产	130,256	130,405	132,420	134,204	136,129
长期股权投资	50,177	49,342	50,342	51,342	52,342
固定资产	5,204	5,142	5,292	5,392	5,492
无形资产	12,825	12,564	12,564	12,564	12,564
其他长期资产	61,231	62,716	64,222	64,906	65,731
资产总计	191,691	219,137	225,015	233,729	255,967
流动负债	61,239	72,411	57,719	55,038	55,388
短期借款	32,674	25,857	26,116	26,116	25,854
应付及预收	20,756	37,528	24,750	21,684	21,890
其他流动负债	7,809	9,026	6,853	7,238	7,644
非流动负债	17,433	23,720	25,398	16,882	16,084
长期借款	13,177	19,099	18,276	8,847	6,949
其他非流动负债	4,256	4,621	7,122	8,034	9,135
负债合计	78,672	96,131	83,117	71,919	71,472
股本	6	6	6	6	6
其他综合收益	-1,768	-2,400	-2,400	-2,400	-2,400
留存收益	20,135	28,806	45,074	64,296	86,480
归属母公司股东权益	112,283	122,184	141,867	161,589	184,273
少数股东权益	736	822	696	886	886
负债和股东权益	191,691	219,137	225,015	233,729	255,967

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,055	44,562	52,782	60,392	69,574
营业成本	4,513	8,121	9,729	11,102	12,755
营业税金及附加	16	52	63	72	83
销售费用	4,250	9,202	11,875	13,452	15,497
管理费用	2,847	3,743	4,112	4,705	5,420
研发费用	8,341	12,120	13,271	15,051	17,339
营业利润	88	11,324	13,732	16,012	18,481
营业外收入	1,460	3,162	4,780	3,711	4,275
营业外支出	501	-2,734	372	-3,016	-3,475
营业外收支	1,961	428	5,152	695	801
利润总额	2,049	11,752	18,884	16,707	19,281
所得税	682	1,750	2,490	-2,325	-2,684
净利润	1,367	10,002	16,394	19,032	21,965
少数股东损益	36	-84	-126	190	220
non-GAAP 归母净利润	1,294	13,071	17,242	20,925	24,222
non-GAAPEBITDA	2,317	14,186	16,775	19,293	22,116
每 ADS 对应盈利	2.08	14.87	24.06	27.93	32.23
每 ADS 对应 non-GAAP 盈利	1.88	18.94	24.99	30.32	35.10

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,641	22,004	2,206	22,116	27,050
净利润	1,367	10,002	16,142	19,412	22,185
折旧摊销	1,041	1,028	1,058	1,078	1,098
营运资金变动	506	7,364	-13,936	2,704	4,865
其它	488	2,477	0	0	0
投资活动现金流	1,136	3,448	-2,221	-2,417	-2,042
资本支出	-12,756	-9,839	-1,150	-1,100	-1,100
投资变动	13,897	13,287	-1,071	-1,317	-942
其他	-5	0	0	0	0
筹资活动现金流	-6,717	-2,547	-565	-9,429	-2,159
银行借款	-4,870	-6,194	259	0	-261
股权融资	-320	-159	-23	-103	307
其他	-1,847	3,647	-823	-9,429	-1,898
现金净增加额	-2,940	22,905	-580	10,271	22,848
期初现金余额	21,196	18,487	43,983	43,403	53,674
期末现金余额	18,256	41,392	43,403	53,674	76,523

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	0.1%	122.2%	18.4%	14.4%	15.2%
营业利润增长	-	-	21.3%	16.6%	15.4%
归母净利润增长	-4.6%	910.1%	31.9%	21.4%	15.8%
获利能力					
毛利率	77.4%	81.7%	81.4%	81.5%	81.5%
净利率	6.8%	22.4%	31.1%	31.5%	31.6%
ROE	1.2%	8.2%	11.4%	12.0%	12.0%
ROIC	0.8%	8.0%	9.7%	10.9%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	43.9%	36.9%	30.8%	27.9%
净负债比率	24.4%	0.8%	-1.0%	-13.1%	-25.0%
流动比率	100.3%	122.5%	160.4%	180.8%	216.4%
速动比率	30.2%	60.7%	79.3%	101.9%	142.5%
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.7	3.9	5.5	5.5	5.5
每股指标 (元)					
每 ADS non-GAAP 盈利	1.9	18.9	25.0	30.3	35.1
每 ADS 经营现金流	3.8	31.9	3.2	32.1	39.2
每 ADS 净资产	163	177	206	234	267
估值比率					
P/E	244	24	18	15	13
P/B	2.8	2.6	2.2	2.0	1.7
non-GAAPEV/EBITDA	151	25	21	18	16

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。