

发扬 OTA 龙头优势，角逐海外市场

华泰研究

2024 年 11 月 27 日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

582.20

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483

苏燕妮

suyanni@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570124070056

邵浩岚

shaohaolan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	582.20
收盘价(港币 截至 11 月 26 日)	500.50
市值(港币百万)	342,106
6 个月平均日成交额(港币百万)	934.05
52 周价格范围(港币)	251.40-548.50
BVPS(人民币)	203.57

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖携程(9961 HK)并给予“买入”评级,目标价 582.2 港币。全球领先的一站式 OTA 平台,国内中高端垂直流量+高星级酒店供应链稳固龙头地位,全球化迅速扩张。展望后续,国内旅游预定线上化率提升和出境游的结构性增长贡献动能,海外平台 Trip 处在快速成长期。国内格局稳定,高利润率出境业务占比提升叠加公司自身经营效率改善,利润有望持续增长。

出入境旅游增长潜力大,线上化率提升有望促 OTA 增速跑赢大盘

国内游 16-19 年人次和收入 CAGR 分别 11%和 19%,20-22 年因疫情下滑,1-3Q24 人次和收入分别恢复至 19 同期 92%和 100%,后续预计步入常态化发展,旅游以其低频刚需特性展现出较强的需求韧性。我们预计出入境游 24 年均恢复至 19 年 80%,随着国际航班供给修复,出行半径扩张叠加客群下沉贡献出境游结构性增长;政策利好下入境游亦增长迅猛。22 年国内旅游 37%线上化率相比全球 66%仍有差距,OTA 增速或将跑赢旅游大盘。

住宿业务拥有国内高星级酒店基本盘,海外拓展+线上化贡献动能

携程拥有国内高星级酒店基本盘,竞争地位稳固。在需求端,坐拥国内高线城市和中高端用户垂直流量,用户粘性较强;在供给端,深耕酒店供应链,中高星供给地位稳固较难被竞争对手撼动。展望后续,国内酒店线上化进一步渗透叠加海外酒店业务快速增长推动间夜量提升,ADR(平均房价)和 Take Rate(抽佣率)趋稳的背景下 24-26 年收入增速中枢或将维持在高位。

交通业务以高频引流驱动,整体增长稳健

交通业务以其高频、标准化特点作为携程的重要引流渠道,携程系(携程、去哪儿)在线机票预订 19 年市占率达 56%,手握在线旅游庞大的流量入口。国内票务线上化饱和背景下,携程作为龙头基本与行业同增速,预计后续出境需求带动高利润出境机票增长,纯海外业务持续拓展或贡献动能。

我们与市场观点不同之处

市场担心宏观波动影响旅游需求,我们认为旅游本质是一种低频刚需,国内步入常态化发展背景下,出境游结构性升级及入境游需求亦有增长动能。同时国内旅游线上化率仍存在提升空间,导致 OTA 平台增速或保持优于大盘。

盈利预测与估值

我们预测公司 24-26 年收入 529/620/725 亿,yoy+18.8%/17.2%/16.9%,调整后净利润 176/203/236 亿元,yoy+34.7%/15.3%/16.1%。参考可比公司 25 年调整后平均 PE 为 21.9 倍,考虑到美国可比公司近期股价快速上涨导致估值提升较多,审慎起见,在可比公司 PE 均值基础上给予一定折价,给予 25 年 18 倍 PE,对应目标价 582.2 港币。

风险提示:宏观经济疲软;行业竞争加剧;航司供给恢复速度慢于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	20,055	44,562	52,918	62,012	72,488
+/-%	0.13	122.20	18.75	17.19	16.89
归属母公司净利润(人民币百万)	1,403	9,918	17,035	18,107	21,318
+/-%	(355.09)	606.91	71.76	6.29	17.73
EPS(人民币,最新摊薄)	2.14	14.78	24.90	26.47	31.17
ROE(%)	1.26	8.40	12.94	12.04	12.37
PE(倍)	214.17	30.51	18.61	17.51	14.87
PB(倍)	2.66	2.46	2.26	1.97	1.72
EV/EBITDA(倍)	31.76	17.08	11.28	9.42	7.33

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,055	44,562	52,918	62,012	72,488
销售成本	(4,529)	(8,173)	(9,824)	(11,561)	(13,397)
毛利润	15,526	36,389	43,094	50,451	59,091
销售及分销成本	(4,250)	(9,202)	(11,857)	(14,377)	(16,447)
管理费用	(2,847)	(3,743)	(4,099)	(4,929)	(5,424)
其他收入/支出	(8,341)	(12,120)	(13,234)	(15,122)	(17,714)
财务成本净额	532.00	23.00	313.00	124.00	145.00
应占联营公司利润及亏损	(586.00)	1,072	2,838	2,977	2,900
税前利润	2,049	11,752	19,535	20,984	24,726
税费开支	(682.00)	(1,750)	(2,324)	(2,701)	(3,274)
少数股东损益	(36.00)	84.00	176.00	176.00	134.00
归母净利润	1,403	9,918	17,035	18,107	21,318
折旧和摊销	(1,291)	(1,052)	(855.00)	(897.00)	(944.00)
EBITDA	11,247	19,726	28,657	32,177	38,008
EPS (人民币, 基本)	2.16	15.19	24.90	26.47	31.17

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	15,655	24,159	32,424	34,400	36,007
现金及现金等价物	18,487	43,983	60,548	82,655	109,445
其他流动资产	27,293	20,590	17,748	17,748	17,748
总流动资产	61,435	88,732	110,720	134,803	163,200
固定资产	5,204	5,142	5,137	5,145	5,161
无形资产	12,742	12,564	12,425	12,355	12,374
其他长期资产	112,310	112,699	113,101	113,856	113,238
总长期资产	130,256	130,405	130,663	131,356	130,773
总资产	191,691	219,137	241,383	266,158	293,973
应付账款	19,891	32,130	34,376	36,981	39,085
短期借款	33,070	26,901	26,913	26,865	26,889
其他负债	8,278	13,380	15,689	17,200	18,723
总流动负债	61,239	72,411	76,978	81,046	84,697
长期债务	13,711	19,576	19,576	19,576	19,576
其他长期债务	3,722	4,144	4,446	5,022	5,607
总长期负债	17,433	23,720	24,022	24,598	25,183
股本	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
储备/其他项目	112,277	122,178	139,406	159,391	182,862
股东权益	113,019	123,006	140,382	160,515	184,092
少数股东权益	736.00	822.00	970.00	1,118	1,224
总权益	113,755	123,828	141,352	161,633	185,316

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	214.17	30.51	18.61	17.51	14.87
PB	2.66	2.46	2.26	1.97	1.72
EV EBITDA	31.76	17.08	11.28	9.42	7.33
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.41	4.48	3.45	5.87	6.67

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	11,247	19,726	28,657	32,177	38,008
融资成本	(532.00)	(23.00)	(313.00)	(124.00)	(145.00)
营运资本变动	(500.00)	3,735	(6,019)	629.00	497.00
税费	(682.00)	(1,750)	(2,324)	(2,701)	(3,274)
其他	(6,892)	316.24	(2,836)	(7,073)	(8,689)
经营活动现金流	2,641	22,004	17,165	22,908	26,397
CAPEX	(497.00)	(606.00)	(659.00)	(712.00)	(763.00)
其他投资活动	1,633	6,525	(391.00)	(813.00)	466.00
投资活动现金流	1,136	5,919	(1,050)	(1,525)	(297.00)
债务增加量	(4,978)	(304.00)	12.00	(48.00)	24.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(1,739)	(2,243)	438.00	772.00	667.00
融资活动现金流	(6,717)	(2,547)	450.00	724.00	691.00
现金变动	(2,940)	25,376	16,565	22,107	26,791
年初现金	21,196	18,487	43,983	60,548	82,655
汇率波动影响	231.00	120.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	18,487	43,983	60,548	82,655	109,445

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	0.13	122.20	18.75	17.19	16.89
毛利润	0.65	134.37	18.43	17.07	17.13
营业利润	(106.24)	12,768	22.78	15.24	21.74
净利润	(355.09)	606.91	71.76	6.29	17.73
EPS	(349.48)	602.06	63.94	6.29	17.73
盈利能力比率 (%)					
毛利率	77.42	81.66	81.44	81.36	81.52
EBITDA	56.08	44.27	54.15	51.89	52.43
净利润率	7.00	22.26	32.19	29.20	29.41
ROE	1.26	8.40	12.94	12.04	12.37
ROA	0.73	4.83	7.40	7.14	7.61
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	25.03	2.03	(10.01)	(22.56)	(34.21)
流动比率	1.00	1.23	1.44	1.66	1.93
速动比率	1.00	1.23	1.44	1.66	1.93
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.10	0.22	0.23	0.24	0.26
应收账款周转天数	263.30	160.82	192.47	193.97	174.83
应付账款周转天数	1,523	1,146	1,219	1,111	1,022
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS	2.16	15.19	24.90	26.47	31.17
每股净资产	174.31	188.41	205.24	234.67	269.14

正文目录

投资要点	5
与市场不同的观点	5
携程：全球领先的 OTA 平台，内生稳固，外延拓张	6
公司沿革：国内 OTA 领军人，全球化布局拓展空间	6
股价复盘：港股上市后短期因疫情振荡，后续新增长点带来新的机遇	7
股权结构：股权分散，结构稳定	8
营收结构：住宿、交通二元驱动，疫后增速可观，利润率大幅改善	9
旅游赛道：国内旅游或步入常态化，出入境游有增长潜力	10
住宿业务：拥有国内高星基本盘，海外拓展+线上化贡献动能	13
垂直流量+高星酒店供应链塑造中高端品牌调性，错位竞争地位稳固	14
海外住宿有较强增长动能，国内线上化持续提升	15
交通业务：重要引流渠道，整体增长稳健	17
打包旅游+商旅：补齐一站式 OTA 拼图，收入快速增长	19
出行/住宿/旅游一站式服务，构建完整 OTA 内容生态	19
携程商旅趋向常态化增长，补全业务版图巩固协同优势	19
盈利预测	20
估值	21
风险提示	21

图表目录

图表 1：携程集团旗下品牌介绍	6
图表 2：携程集团提供一站式旅游服务	6
图表 3：携程集团历史沿革：1999-2024	7
图表 4：2021 年 4 月 19 日-2024 年 11 月 25 日携程集团股价表现（港股）	8
图表 5：截止 2024 年 9 月 25 日携程集团主要股东	8
图表 6：2016-2024Q3 携程收入及增速	9
图表 7：2023Q1-2024Q3 携程各业务收入	9
图表 8：2016-2024Q3 年度携程经调整净利润及增速	9
图表 9：2016-2024Q3 携程经调整净利润率及经营利润率	9
图表 10：国内出游人次相较 19 年修复水平	10
图表 11：国内旅游收入相较 19 年修复水平	10
图表 12：2024 年预期中国出境总人次	10
图表 13：2020-2024Q3 各地区国际出行需求较 2019 同期	10
图表 14：国际航班量	11
图表 15：我国不断推出入境友好政策	11

图表 16: 2010-2022 年全球各地区旅游线上化率	12
图表 17: 2012-2022 年国内旅游预订线上渗透率	12
图表 18: 2016-24Q3 年度携程住宿业务收入及增速	13
图表 19: 2016-2023 年度携程住宿业务占收入比重	13
图表 20: OTA 平台代理模式图解	13
图表 21: 2020 年 12 月高消费能力 Z 世代用户在线旅游平台偏好	14
图表 22: 2023 年 Q3 在线旅游不同收入群体用户规模同比增速	14
图表 23: 截止 2021 年 3 月底部分携程持有股份的上市酒店集团	14
图表 24: 2018Q1-2024Q3 国内主要 OTA 公司住宿业务 ADR	15
图表 25: 2021 年国内 OTA 行业市场份额 (GMV 口径)	15
图表 26: 2016-2024E 年度携程出境住宿业务收入占总住宿收入比重测算	15
图表 27: 2015-2020 中国酒店市场在线化率	16
图表 28: 2017-2023 国内星级饭店客房收入及携程住宿业务收入增速	16
图表 29: 2016-24Q3 年度携程交通收入及增速	17
图表 30: 2016-2023 年度携程交通收入占总收入比重	17
图表 31: 2019Q2 国内在线机票预订市场份额 (GMV)	17
图表 32: 2018-2023 年度携程 vs. 同程交通业务收入	17
图表 33: 2019-2023 年度携程交通业务收入增速及全国铁路、民航客运量增速	18
图表 34: 携程 24 年国庆出境数据	18
图表 35: 2016-24Q3 携程打包旅游收入及增速	19
图表 36: 2020 年 6 月-2023 年 6 月携程不同程度用户比例	19
图表 37: 2016-24Q3 携程商务旅游收入及增速	19
图表 38: 2017-2027 年中国商务旅行支出增长率	19
图表 39: 携程分业务盈利预测	20
图表 40: 携程: PE 估值	21
图表 41: 可比公司估值	21
图表 42: 携程集团-SPE-Bands	21
图表 43: 携程集团-SPB-Bands	21

投资要点

携程作为国内 OTA 领军企业，凭借多年以来积累的中高端垂直领域流量以及对上游产业链的深度布局，龙头地位稳固；同时通过 Trip.com、Skyscanner 布局海外市场，有望借国际业务打造第二增长曲线。展望后续，我们认为公司的成长和盈利能力兼顾，预计公司 24-26 年收入增速 CAGR 为 17%，调整后归母净利润增速 CAGR 为 22%。

国内旅游预定线上化率提升和出境游的结构性增长贡献动能，海外 Trip 开拓新曲线。我们预计国内旅游进入常态化发展，低频刚需的消费属性下将保持较强韧性，出入境旅游需求快速恢复，有望推动旅游业继续增长，而国内旅游在线化率仍有提升空间，支撑公司增速或领先大盘。疫情之后海外供给快速修复，国内出境需求旺盛，国内优质出境客源提升携程与海外供应链的议价能力，与 Trip 的发展形成协同，当前携程海外业务仍显现出较强的韧性以及广阔的增长空间。

垂直流量+高星酒店供应链塑造中高端品牌调性，错位竞争龙头地位稳固。携程住宿业务在需求端坐拥国内主要高线城市和中高端垂直流量，品牌调性上和同程、美团等专注下沉市场的公司形成了错位竞争。在供给端，携程深耕酒店供应链，高星供给地位稳固，携程为国内酒店 GMV 口径市占第一，在中高端市场的地位难被竞对撼动。携程交通业务手握国内在线旅游市场庞大流量入口，通过将交通票务预订用户引导至酒店住宿、旅游等其他业务形成交叉销售。整体来看，国内 OTA 呈现错位竞争，携程龙头地位稳固。

与市场不同的观点

市场担心宏观环境波动可能对于旅游需求造成影响，但我们认为旅游本质是一种低频刚需，从 24 年来的旅游数据来看在消费偏弱背景下旅游依然表现出强劲的增长。而随着国内游步入常态化，出境游的结构性升级叠加国内游线上化提升依然能够为旅游带来更多的增长动能。

携程：全球领先的 OTA 平台，内生稳固，外延拓张

全球领先的一站式 OTA 平台。携程集团 (Trip.com Group) 成立于 1999 年，其主要业务包括住宿预定、交通票务、旅游度假以及商旅管理，2003 年在纳斯达克上市并于 2021 年在香港联交所上市，是全球领先的一站式 OTA 平台。旗下运营品牌主要包括国内的携程旅行、去哪儿，以及海外的 Trip.com (亚洲)、Skyscanner (欧洲)。目前，携程住宿预定业务在全球提供超过 170 万种住宿服务；交通票务业务提供来自超过 600 家航空公司的机票服务，覆盖全球 220 多个国家和地区的 3,400 个机场。

图表1：携程集团旗下品牌介绍

品牌	创立时间	主要业务
携程旅行	1999 年	全球领先的综合性旅游服务公司，提供无线应用、酒店预订、机票预订、旅游度假、商旅管理及旅游资讯在内的全方位旅行服务。
去哪儿	2005 年 (成立) 2015 年 (收购)	中国领先的一站式旅行平台，提供全球范围的酒店、机票、度假线路、目的地门票、玩乐订购服务。
Trip.com	2017 年 (收购)	主要运营在亚洲地区，提供一站式国际旅游服务，为用户提供航班和酒店预订服务以及当地体验、火车票、租车、机场接送等产品。
Skyscanner	2003 年 (成立) 2015 年 (收购)	主要运营在欧洲地区，为用户搜索最佳的机票、酒店和租车产品。

资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

图表2：携程集团提供一站式旅游服务



资料来源：公司港股上市文件，华泰研究

公司沿革：国内 OTA 领军人，全球化布局拓展空间

1) 1999 年-2013 年：最早入局整合线下分散资源，抢占商旅客户市占领先。作为国内最早成立的在线旅游平台网站，携程在行业业务尚未完全定型的早期利用互联网对传统行业的改造势能，整合了国内大量原本处于分散状态的酒店、航班资源，抢占了国内第一批在线商旅客户，市占率遥遥领先，并于 2003 年于美国上市。然而，随着同程、艺龙、去哪儿网等纷纷切入携程各业务市场，业内竞争日趋激烈，国内 OTA 从蓝海迅速向红海转变。此后，伴随移动端应用兴起，2012-2013 年间 OTA 行业进入以流量争夺为目的的价格战。

2) 2014 年-2022 年：收购整合奠定龙头地位，积极布局海外。2014 年 4 月，携程出资 2.2 亿美元战略投资同程。2015 年 5 月，携程购买美国 OTA 龙头 Expedia 所持艺龙的部分股份对艺龙进行战略投资，同年 10 月，与百度达成交易，换股收购去哪儿，奠定国内 OTA 龙头地位。2016 年起，携程又积极布局海外，投资 MakeMyTrip 并收购了 Skyscanner 和 Trip.com，寻求更广阔的市场空间。2017 年美团入局，切入同城酒旅市场，与携程形成差异化竞争。2020-2022 年间，国内旅游出行受到疫情影响，携程受到一定程度影响业绩下滑。

3) 2023 年至今：疫情后业绩复苏，全球化布局加快推进。2023 年初，新冠病毒回归乙类管理，国内旅游业迅速复苏，截至 2024 年上半年，国内旅游人次和收入恢复至 1H19 的 90% 和 98%，在此期间携程作为 OTA 平台龙头业绩持续领跑行业。同时，携程继续推进遭疫情中断的全球化布局，并积极开拓业务新发展方向，3Q24 携程国际 OTA 平台收入同比增长 60%。

图表3：携程集团历史沿革：1999-2024

阶段	1999-2013：成长期					2014-2021：成熟期					2022-2024：后疫情时代	
时间	1999	2003	2006	2008	2013	2014	2015	2016	2019	2021	2023	2024
境内	携程旅行网开通		进军商旅管理市场		成立天津分公司	出资5亿元，投资华远国旅，战略投资艺龙37.6%股份；战略投资同程2亿美元，持股30%；换股并购去哪儿					发布首个旅游行业垂直大模型“携程问道”	快手和携程共同宣布达成战略合作
境外		于纳斯达克上市		携程旅行网英文网站全新上线			战略投资 MakeMyTrip；收购 Skyscanner	与印度OYO酒店达成战略合作；集团英文名正式更改为 Trip.com Group		于港股二次上市	泰国国家旅游局与携程集团签署泰国旅游“战略合作意向书”	

资料来源：百度百科，公司公告，腾讯新闻，36Kr，华泰研究

股价复盘：港股上市后短期因疫情振荡，后续新增长点带来新的机遇

港股上市前（2021 年前）：

- 国内龙头地位确立，海外布局加速，股价中枢上移。**通过 2014-2017 年一系列投资和收购，携程表明自身转型为全球 OTA 平台的决心，自 2016 年 1 月至 2018 年 8 月，携程股价始终维持在 40 美元以上。
- 本地生活竞争对手入局叠加疫情影响，股价受挫。**2018 年第一季度美团酒旅业务间夜量首次超越携程，市场对携程维持利润率的信心受损，携程股价从一季度开始一路下跌至 2018 年底的 26 美元左右。但由于美团更专注本地需求市场，与携程的核心用户差异化明显，二者竞争在 2019 年放缓，携程股价也有所修复。然而，2020 年初，新冠疫情爆发，全球旅游业和 OTA 公司都遭受重创，携程股价下探至 21.4 美元。

港股上市后（2021 年后）：

- 1) **二次赴港上市，21-22 年股价仍因疫情影响振荡。**2021 年，国内疫情好转，携程在业绩和估值同步修复期间选择赴港二次上市，IPO 价格 268 港元/股（约 34.4 美元/股）。从港股上市到 1H22 为止，携程股价因奥密克戎毒株导致的疫情反复而一路下跌。
- 2) **疫后业绩修复，全球化或带来进一步增长空间。**2023 年初，新冠病毒降为乙类乙管，旅游出行恢复，携程业绩迅猛复苏，大幅提振了市场信心，24 年以来，携程业绩在 23 年高基数之上增长动能稳健，5 月 21 日收盘价达到 440 港元（美股 56.5 美元）高点。24 年 6-9 月间，市场担心经济弱复苏可能会影响旅游需求，携程股价下行，但 24Q2 财报发布后稳健的业绩表现再次提振市场信心，海外 Trip 等新增长点或带来新的机遇。24 年 9 月 24 日，国家多项刺激政策出台，提振市场信心，股价应声上涨。

图表4：2021 年 4 月 19 日-2024 年 11 月 25 日携程集团股价表现（港股）

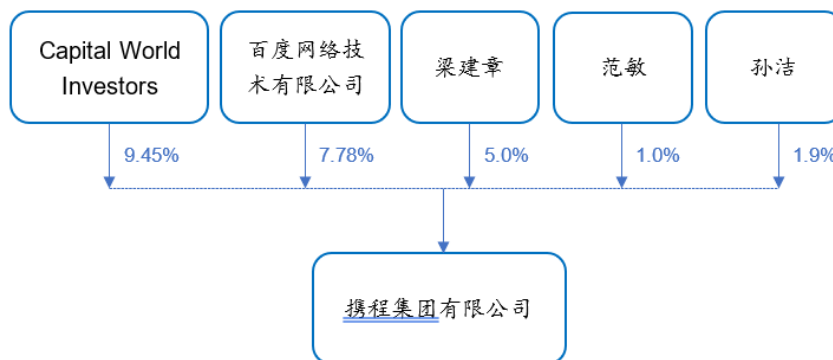


资料来源：iFind，公司公告，华泰研究

股权结构：股权分散，结构稳定

携程集团股权分散，结构稳定。携程的主要股东按持股比例依次为百度（7.8%）、Capital World Investor（9.5%）和梁建章（5.0%）等主要管理层。包括梁建章、范敏和孙洁在内，董事会成员和高管截止 2024 年 9 月 25 日总持股比例约 7.9%。近三年来，董事会及高管持股比例略有提升，百度和其他机构所持股份有所稀释，总体较为稳定。

图表5：截止 2024 年 9 月 25 日携程集团主要股东



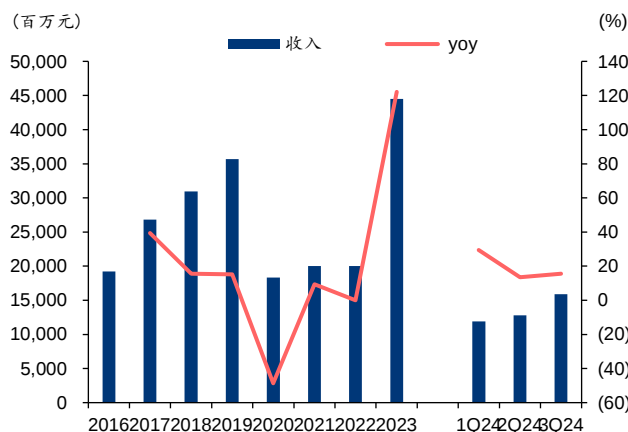
资料来源：公司年报，SEC，BBG，华泰研究

营收结构：住宿、交通二元驱动，疫后增速可观，利润率大幅改善

携程收入在疫情前稳健增长，疫后收入亦随旅游需求修复反弹。2016-2019 年携程收入 CAGR 达到 22.9%；2020-2022 年因疫情影响收入受挫；2023 年收入随旅游复苏迅速反弹，同比增长 122.1%，相比 19 年增长 25.2%。

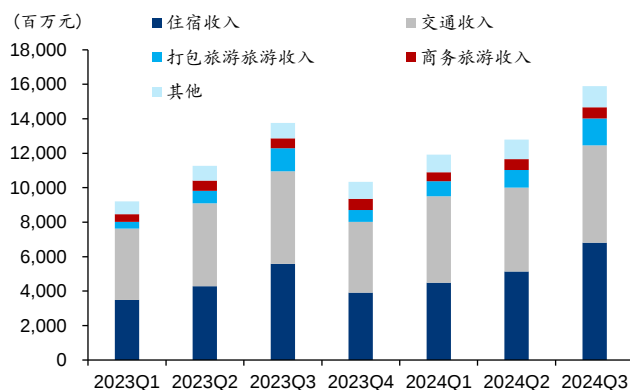
住宿、交通二元驱动，并以打包旅行、商旅等业务为辅。3Q24，携程住宿收入和交通收入分别达 68.0 亿元和 56.5 亿元，同比增速分别达 21.7%、5.3%，二者合计占收入比达 78.3%。疫情期间及疫情后，旅游消费呈现分散化趋势，携程近年来打包旅游收入较疫情前有所减少；商务旅游疫情后有所恢复，占收入比重也较疫情前有所提升；其他收入主要包括金融服务和广告收入。

图表6：2016-2024Q3 携程收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：2023Q1-2024Q3 携程各业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

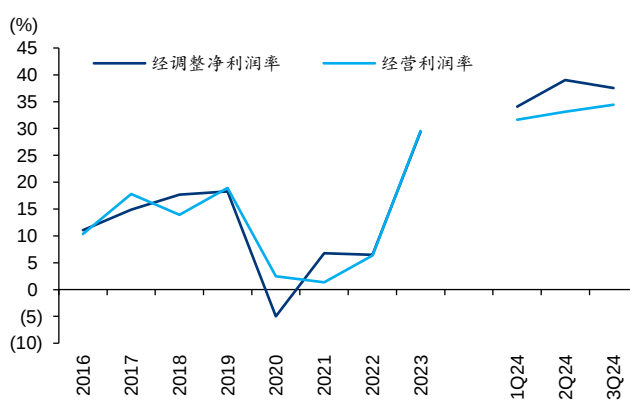
疫后经调整净利润大幅改善，利润率显著提升。23 年收入大幅反弹背景下，携程费用管控成效显著，经营利润率中枢上移。2023 年全年经调整净利润达 130.7 亿元，经调整净利润率 29.4%；3Q24 经调整净利润 59.6 亿元，同比增速达 29.2%，经调整净利润率达 37.6%。

图表8：2016-2024Q3 年度携程经调整净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：2016-2024Q3 携程经调整净利润率及经营利润率

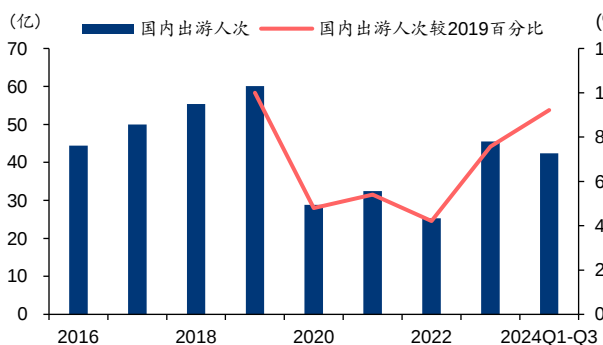


资料来源：公司公告，华泰研究

旅游赛道：国内旅游或步入常态化，出入境游有增长潜力

国内旅游基本恢复至疫情前，后续有望步入常态化。根据文化和旅游部，16-19年间，我国国内出游人次 CAGR 为 11%，国内旅游收入 CAGR 为 19%；20-22 年间因疫情影响，旅游出行受阻；23 年开始国内旅游逐渐复苏，23 年国内出游人次和旅游收入分别恢复至 19 年的 75.8% 和 74.1%。24 年 Q1-Q3 国内出游人次达 42.3 亿，恢复至 19 年同期的 92%，国内旅游收入达 4.4 万亿元，达到 19 年同期的 100%，国内旅游基本完成从疫情中修复，后续预计步入常态化发展。

图表10：国内出游人次相较 19 年修复水平



资料来源：文化和旅游部，华泰研究

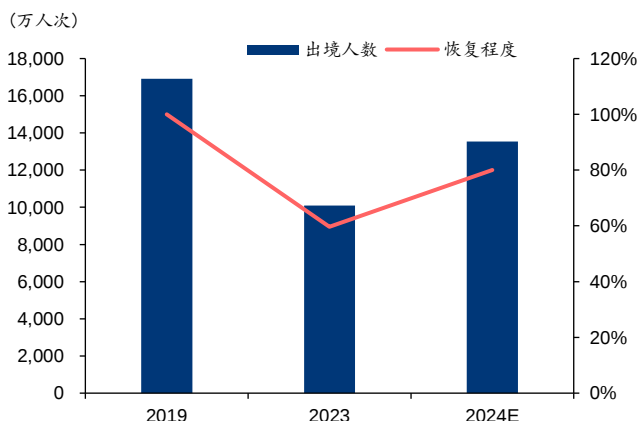
图表11：国内旅游收入相较 19 年修复水平



资料来源：文化和旅游部，华泰研究

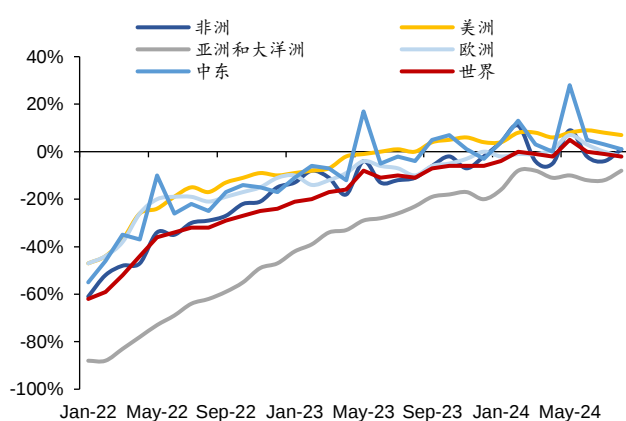
中国及亚太地区国际出行仍存在复苏动能。根据中国旅游研究院，2023 年出境旅游总人次达 8700 万，整体恢复速度弱于国内游，仍有部分出境需求未完全释放，我们预计随着国际航班供给恢复、签证政策利好，2024 年将达 1.3 亿人次，恢复至疫情前 80% 水平。而根据 UN Tourism 数据，亚太是截止今年上半年唯一国际出行需求尚未完全恢复至疫情前水平的地区。携程出境相关业务主要集中于亚太地区，未来随着以中国为主的主要客源地需求恢复，以及航班、酒店等供给陆续恢复，公司将充分享受地区出境需求恢复带来的业务增量。

图表12：2024 年预期中国出境总人次



资料来源：国家统计局，华泰研究

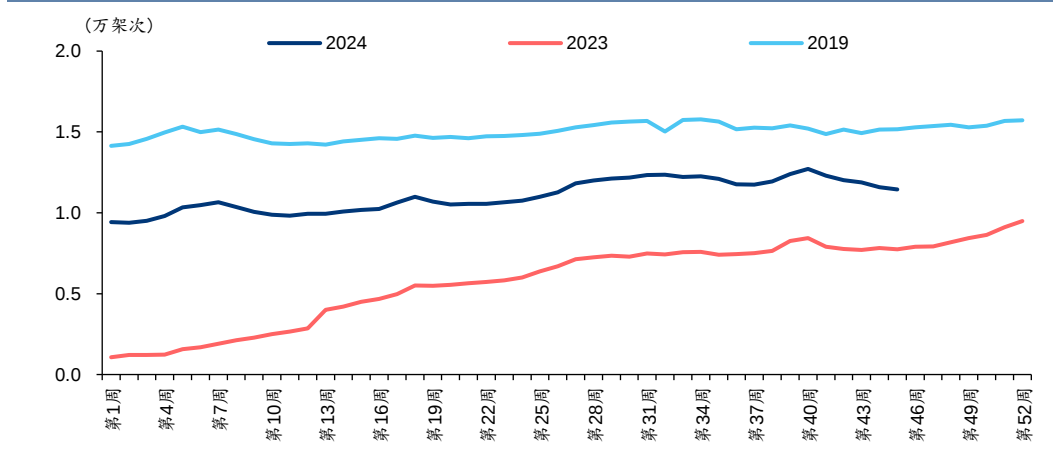
图表13：2020-2024Q3 各地区国际出行需求较 2019 同期



资料来源：UN Tourism，华泰研究

国际航班供给修复，出行半径扩张叠加客群下沉贡献出境游增长动能。目前出境需求正随着国际航班修复，根据航班管家，24 年国际航班量相较于 19 年水平已经由年初第一周的 67% 爬坡至第 45 周的 76%。据国家移民管理局，24 年国庆期间日均出入境旅客 yoy+25.8% 达到 187.1 万人次（五一为 176 万人次，yoy+40%），而据携程平台，国庆期间出入境日均单量超 19 年水平，达到历史新高，表明出境需求的强劲增长。结构上，高线城市出行半径扩张，低线城市出境渗透率提升将贡献长期增长动能，据携程平台，国庆期间高线城市居民长线目的地（英美澳）占该人群出境总消费 37%，而 4/5 线城市居民日均出境订单同比显著增长约 30%。

图表14：国际航班量



资料来源：航班管家，华泰研究

政策利好下入境游增长迅猛，预计 24 年恢复至 19 年 80%。根据国家移民管理局，24 年上半年，全国各口岸入境外国人 1463.5 万人次，同比增长 152.7%，其中通过免签入境达 854.2 万人次，占比 52%，同比增长 190.1%。有关部门不断扩大免签国家范围，并推出“144 小时过境免签”等便利政策，促进入境旅游增长迅猛，同时国内旅游供应链逐步从疫情中恢复给予外国人入境强大支撑作用。根据中国旅游研究院，预计 24 年下半年入境人数超 1500 万人，24 年全年有望恢复至 19 年的 80%。

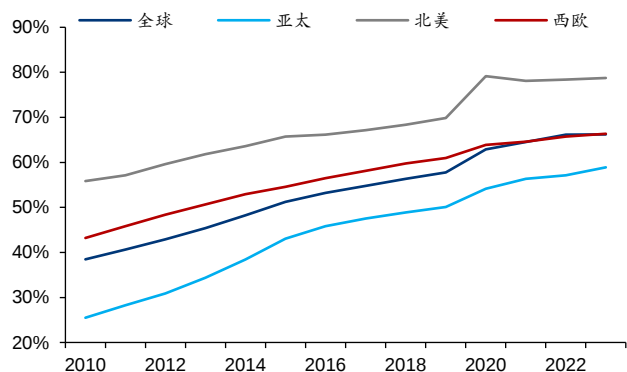
图表15：我国不断推出入境友好政策

发布时间	发布机构	政策名称	政策内容
2023 年 11 月 17 日	国家移民管理局	《中国 72/144 小时过境免签政策适用国家扩展至 54 国》	对挪威公民实施 72/144 小时过境免签政策，至此 72/144 小时过境免签政策适用国家范围增至 54 国。
2024 年 01 月 11 日	国家移民管理局	《便利外来人员来华 5 项措施》	放宽来华外籍人员申办口岸签证条件、外籍人员在北京首都机场等枢纽空港口岸 24 小时直接过境免办查验手续以及另外 3 项共 5 项措施。
2024 年 03 月 07 日	外交部	《中国对瑞士等 6 国施行面前政策》	对瑞士等 6 国持普通护照人员 2024 年 3 月 14 日至 11 月 30 日期间试行 15 天免签政策。
2024 年 05 月 15 日	国家移民管理局	《关于全面实施外国旅游团乘坐邮轮入境免签政策的公告》	乘坐邮轮并经由境内旅行社组织接待的外国旅游团，可从天津、辽宁、上海、广州等 13 个城市免签入境。

资料来源：国家移民管理局，外交部，华泰研究

旅游线上化率提升空间显著，OTA 增速或将继续跑赢旅游大盘。疫情前国内旅游线上化率相较全球仍处于较低水平，2019 年全球/亚太地区旅游在线化率为 57.8%/50.1%，国内为 17.6%。疫情期间国内旅游业线上化率快速提升，2022 年国内旅游线上化率达到 36.5%，对比全球/亚太地区为 66.1%/57.1%，仍有较大提升空间。其中，交通业务由于上游供应商更为集中，行业壁垒较高以及政策导向，在线化率高于供应商更为分散、标准化程度更低的住宿、打包旅游以及商旅行业。展望后续，我们认为旅游线上化有较大的提升空间，以携程为首的 OTA 平台增速或将持续跑赢旅游大盘。

图表16: 2010-2022 年全球各地区旅游线上化率



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

图表17: 2012-2022 年国内旅游预订线上渗透率



资料来源: Fastdata, 华泰研究

住宿业务：拥有国内高星基本盘，海外拓展+线上化贡献动能

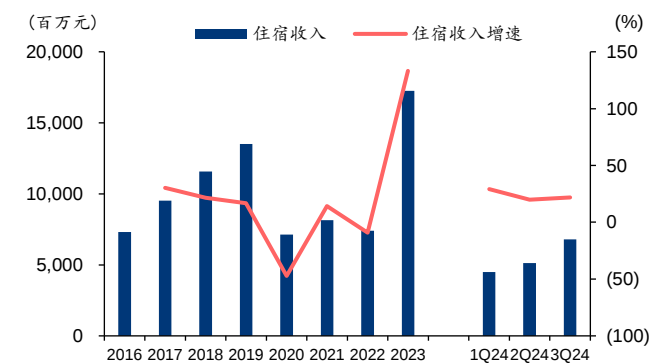
住宿业务商业模式为抽佣模式，销售额结构和收入组合关系如下：

$GMV = ADR$ (Average Daily Rate, 平均每日房价) * 间夜量

收入 = $GMV * Take Rate$ (向酒店收取)

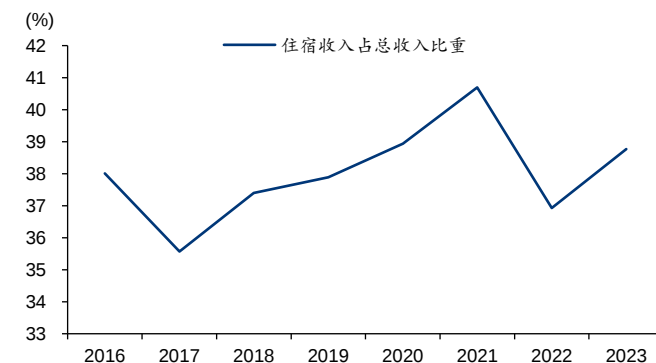
住宿业务为携程两大支柱业务之一，凭借在高星酒店稳固的竞争地位支撑较高 ADR (Average Daily Rate, 平均每日房价) 并占有国内第一的 GTV 份额。2016-2023 年，携程的住宿业务收入 CAGR 约 13.1%，占公司总体收入比例基本稳定在 35%-40% 之间，3Q24，住宿收入同比增速达 22%。展望后续，国内酒店线上化进一步渗透叠加海外酒店业务快速增长推动间夜量提升，Take Rate 趋稳的背景下 24-26 年收入增速中枢或将维持在高位。

图表18：2016-24Q3 年度携程住宿业务收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

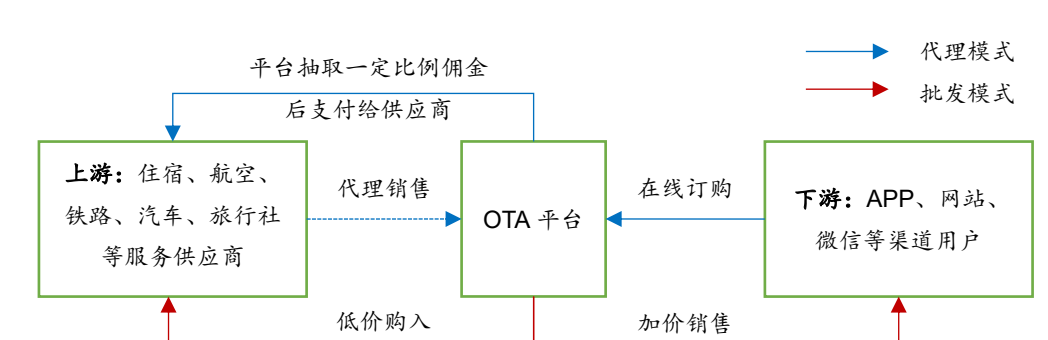
图表19：2016-2023 年度携程住宿业务占收入比重



资料来源：公司公告，华泰研究

携程专精代理模式，具备轻资产运营、低库存压力等特点。OTA 平台对接上游的酒店服务供应商和下游的用户，其商业模式主要为代理和批发两种。携程等国内 OTA 平台目前主要采用代理模式，以类似中介的身份将旅游服务的供给方和需求方对接，并从中收取一定比例的佣金。一般而言，佣金主要由上游服务供应商承担；国外非标住宿龙头 Airbnb 则采取向住宿供应者和下游租房者双向收取佣金的模式。以 Booking 和 Expedia 为代表的部分国外 OTA 公司收入中则有相当一部分来自批发模式，即首先买断上游供应商的相关服务，并加价售卖给下游用户。代理模式与批发模式相比，其优势在于轻资产运营，同时抽佣率 (Take Rate) 也更加稳定，而后者库存管理压力更大。

图表20：OTA 平台代理模式图解

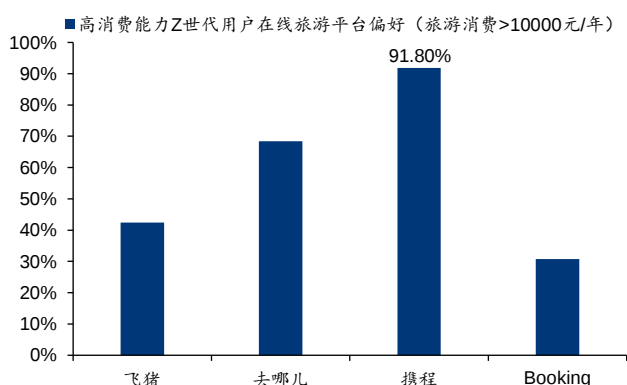


资料来源：36Kr，华泰研究

垂直流量+高星酒店供应链塑造中高端品牌调性，错位竞争地位稳固

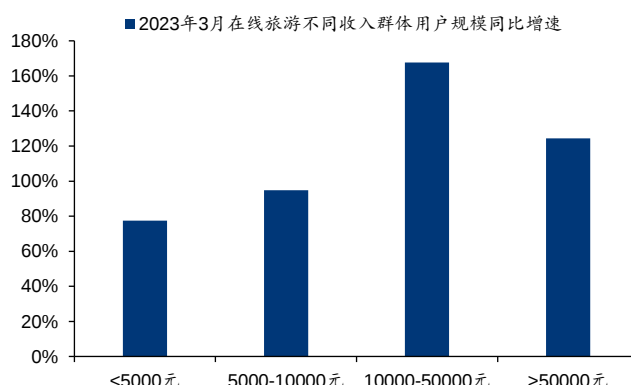
在需求端，坐拥国内主要高线城市和中高端垂直流量。在品牌调性上，携程和同程、美团等专注下沉市场的公司形成了错位竞争。不同于同程、美团酒旅、飞猪分别拥有微信、美团、阿里等大平台的引流，携程的用户流量更为垂直，且不依赖其他平台的引流渠道。作为强调专业性的 OTA 平台，携程更强调高品质出行，且领先国内其他 OTA 平台率先布局海外，成就了其在国内鲜明的中高端用户群体定位标签及在中高星酒店领域较强的品牌力。据 Fastdata 数据，截止 2020 年末，国内年旅游消费大于 10000 元的 Z 世代用户中，超过九成都安装了携程 APP；而在线旅游 2023Q3 中高消费用户规模同比增速也明显高于低消费用户，助推携程 2023 年强劲复苏。

图表21：2020 年 12 月高消费能力 Z 世代用户在线旅游平台偏好



注：指 2019-2020 年中国在线旅游消费>10000 元的用户中截止 2020 年 12 月安装不同在线旅游平台 APP 的比例
 资料来源：Fastdata，华泰研究

图表22：2023 年 Q3 在线旅游不同收入群体用户规模同比增速



资料来源：Fastdata，华泰研究

在供给端，携程深耕酒店供应链，高星供给地位稳固。目前，携程已与国内多家高档连锁酒店品牌达成了战略合作，且直接投资产业链上游的酒店供应商，增大了竞争对手进入高端酒店在线预订业务的壁垒。2018 年，携程宣布成立丽呈酒店集团，重点发力高端酒店。据环球旅讯报道，2020Q3 携程酒店预订 GMV 占据国内高星酒店线上市场 GMV 的 80%，已基本实现对高星酒店的全方位覆盖，考虑到携程多年在酒店供应链的深耕及与高星酒店的深度合作，我们认为携程在高星酒店的供给地位稳固。

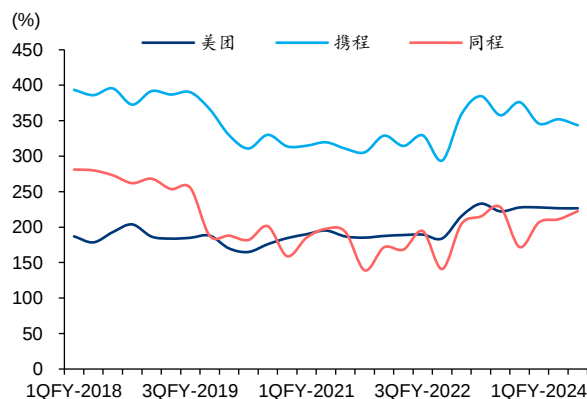
图表23：截止 2021 年 3 月底部分携程持有股份的上市酒店集团

投资时间	投资企业	持股比例	企业简介
2010 年	华住集团	6.9%	2023 年度全国酒店规模排名第 2；截至 2024Q2，全球在营酒店数量达到 10286 家。
2010 年	首旅集团	15.3%	首旅如家 2023 年度全国酒店规模排名第 3；全矩阵经营，兼有景区经营业务。
2017 年	亚朵集团	14.8%	2023 年度全国酒店规模排名第 10；专注中高端连锁酒店经营。

资料来源：酒管财经，华泰研究

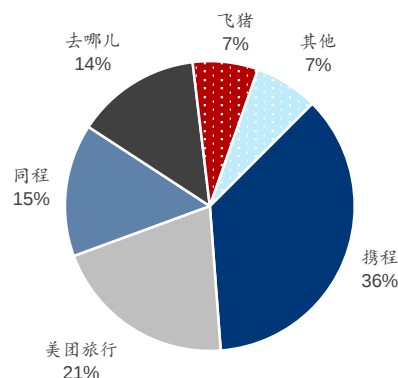
携程国内酒店 GMV 口径市占第一，在中高端市场的地位难被竞争对手撼动。据 Visible Alpha 测算，目前携程的酒店 ADR 远高于其他 OTA 平台，2020Q1 以来，携程平均 ADR 约 331 元，远超美团的 197 元和同程的 187 元。虽然美团在同城本地用户心智较高，挖掘大量的本地需求（如麻将房、陪护房等），间夜量口径市占率领先于携程，但由于整体 ADR 差距较大，携程在以 GMV 为口径的住宿预订市场份额排名仍处于领先地位。据 Fastdata 数据，携程系（携程+去哪儿+同程）在 2021 年时，就已经占据国内 OTA 市场约 2/3 的份额。

图表24：2018Q1-2024Q3 国内主要 OTA 公司住宿业务 ADR



注：根据公司公告等公开来源测算，仅代表大致区间及走势，并不反映精确数值
 资料来源：Visible Alpha，华泰研究

图表25：2021 年国内 OTA 行业市场份额（GMV 口径）

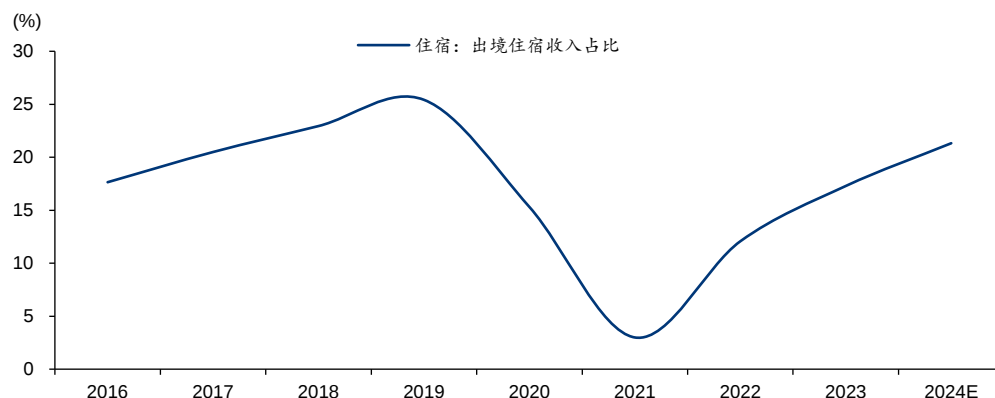


资料来源：Fastdata，华泰研究

海外住宿有较强增长动能，国内线上化持续提升

携程海外住宿业务疫后快速恢复，长期增速中枢预计将持续高于国内业务。携程的海外住宿主要服务于国人出境游以及 Trip 纯海外平台，1H24，携程出境住宿业务收入同比增速 60%，国际平台收入同比增速 70%（Trip 和 Skyscanner），受益于出境游结构性增长及 Trip 的迅速扩张，海外住宿相较国内住宿有更强增长动能。根据 Visible Alpha，疫情前携程住宿业务中出境占比不断提高，至 2019 年接近 25%；疫情期间受损严重，2022 年以来有所恢复，由于国庆等假期出境需求旺盛，我们预计下半年出境住宿仍将维持高增速，2024 年将占住宿收入的 21%。携程董事局主席梁建章 2017 年曾提出，在五年之内将携程国际业务收入在整体收入占比提高到 40%~50% 的目标。疫情之后海外供给快速修复，国内出境需求旺盛，国内优质出境客源提升携程与海外酒店的议价能力，与 Trip 在酒店供应端形成协同，当前携程海外住宿业务仍显现出较强的韧性以及广阔的增长空间。

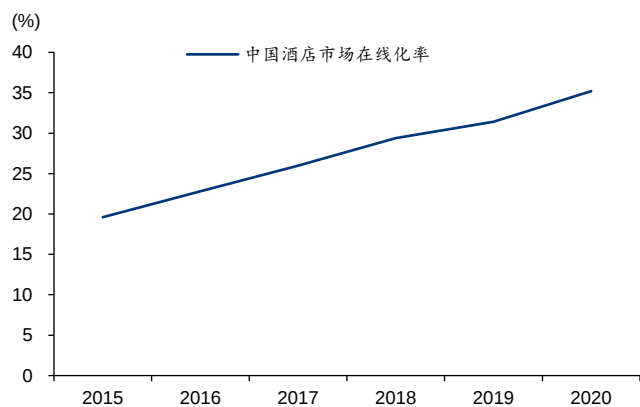
图表26：2016-2024E 年度携程出境住宿业务收入占总住宿收入比重测算



资料来源：Visible Alpha，华泰研究测算

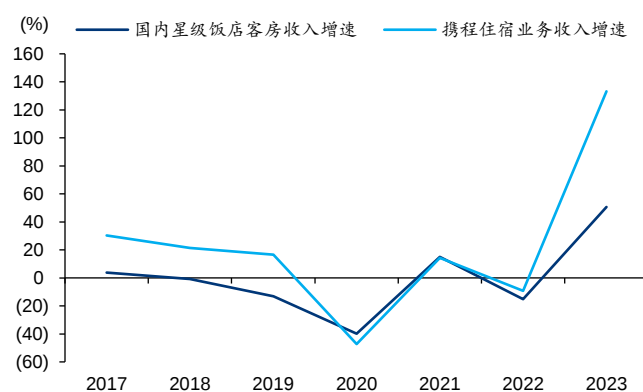
国内酒店市场在线化率持续增长，携程住宿收入增速领先行业。根据艾瑞咨询测算，中国酒店市场在线化率近年来不断提高，助推 OTA 住宿收入增速领先酒店市场收入增速。携程作为国内 OTA 头部企业，在疫情以外年份的住宿业务收入增速超过国内星级酒店客房收入增速。相较交通业务的高在线化率，住宿业务在线化率仍有较大提升空间，且随着酒店供给增多，向线上平台寻求流量曝光的需求增加，携程等 OTA 平台或将继续从住宿业务在线化率持续提升中受益。

图表27：2015-2020 中国酒店市场在线化率



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表28：2017-2023 国内星级酒店客房收入及携程住宿业务收入增速

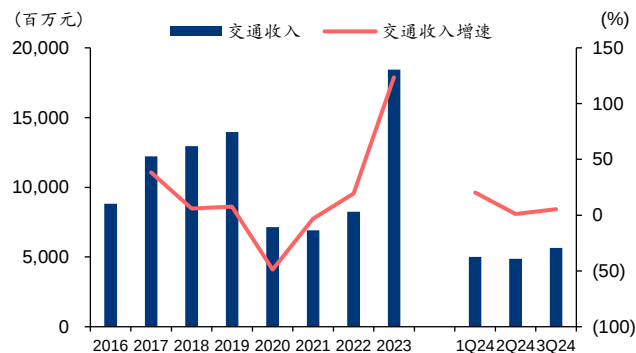


资料来源：公司公告，文化和旅游部，华泰研究

交通业务：重要引流渠道，整体增长稳健

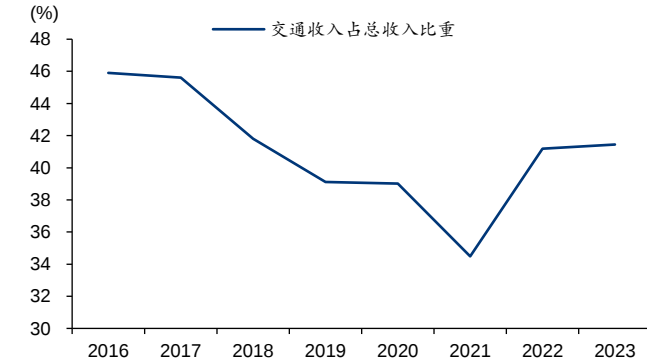
交通业务 2016-2023 年收入 CAGR 约 11.1%。占携程收入比例由 16 年的 46% 下降到 19 年的 39%。3Q24，携程交通业务收入达 56.5 亿元，同比增长 5.3%（主要由于去年同期有单票增值调整影响，基数较高，4Q 恢复正常基数）。展望后续，国内线上化接近饱和、Take rate 稳定的背景下，携程国内交通业务预计与行业维持同速，而国际机票有望受益于航班运力恢复和出入境需求的提升，整体增长稳健。

图表29：2016-24Q3 年度携程交通收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表30：2016-2023 年度携程交通收入占总收入比重

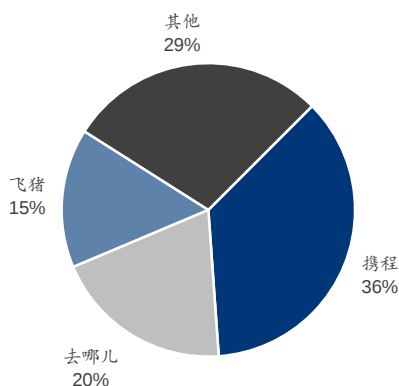


资料来源：嘉世咨询，华泰研究

重要高频引流渠道，国内政策性低抽佣，出境更高。交通业务主要包括机票、火车票、汽车票等票务服务，商业模式也是采用代理抽佣。国内自 2016 年“提直降代”政策实施，携程等 OTA 公司的机票业务抽佣率不断降低，目前维持在 2% 左右水平（包含保险等增值服务在内），出境机票抽佣率则相对较高。当前交通业务更多以其高频特征作为公司重要的引流渠道，通过将交通票务预订用户引导至酒店住宿、旅游等其他业务形成交叉销售，携程得以以抽佣率和利润率更高的酒店等业务进一步驱动收入和利润增长。我们预计截止 1H24，携程交通业务和酒店业务的交叉销售比例超过 30%。

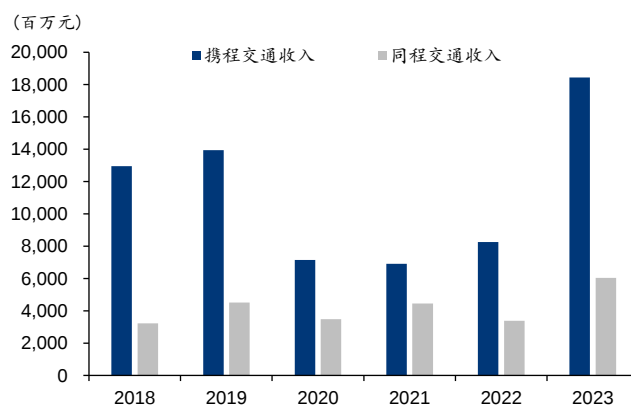
携程于在线交通票务市场的地位稳固，手握国内在线旅游市场庞大流量入口。根据易观千帆数据，2019Q2 国内在线机票预订业务按 GMV 口径统计的市场份额，携程与去哪儿占比为 56%。2019 年，同程交通业务收入约占携程 1/3。疫情期间，携程交通业务收入减少，2021 年同程交通业务收入一度逼近携程 2/3。2023 年疫情结束后，携程交通收入迅速反弹，再次达到同程相应业务的 3 倍左右。

图表31：2019Q2 国内在线机票预订市场份额（GMV）



资料来源：易观千帆，华泰研究

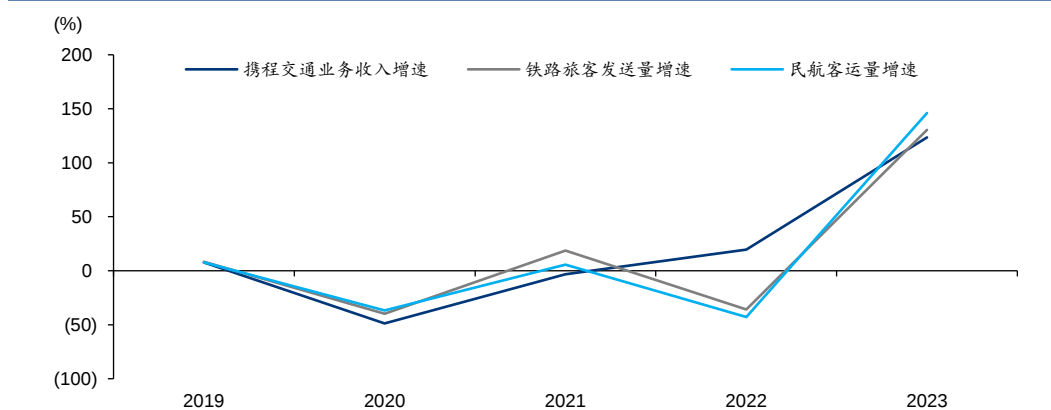
图表32：2018-2023 年度携程 vs. 同程交通业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

公司国内交通业务基本与行业维持同速，预计后续业务增长稳健。根据艾瑞咨询，截止 2021 年，我国国内机票和火车票的在线化率分别为 89% 和 80%，整体线上化进一步提升空间有限，因此携程国内交通业务基本与行业维持同速。根据交通运输部数据，24 年 1-10 月，全国民航客运量 6.2 亿人次，同比增长 18.6%，较 2019 年同期增长 11.3%；24 年前三季度铁路发送旅客量达 33.3 亿人次，同比增长达 14%，交通出行需求旺盛亦推动携程交通业务在票价承压的背景下保持双位数增速。我们预计后续国内交通亦随着出行需求回归常态，携程交通票务业务预计后续增长稳健。

图表33：2019-2023 年度携程交通业务收入增速及全国铁路、民航客运量增速



资料来源：交通运输部，华泰研究

国际航班运力修复，出入境需求提升贡献动能。根据携程黑板报，24 年国庆期间，随着出境航班运力修复，出境短途航线价格重回 19 年，我们认为价格回落下，更具性价比的出境旅游在国庆期间实现对部分长线国内游的结构性替代，赴新加坡、马来西亚的出境航班数量超过 19 年水平，且出行半径呈现由东亚地区向欧美地区扩张。我们认为后续随着国际航班供给持续恢复，签证政策利好等多重因素，出入境需求提升会为携程高利润的机票业务贡献增长动能。

图表34：携程 24 年国庆出境数据



资料来源：携程黑板报，华泰研究

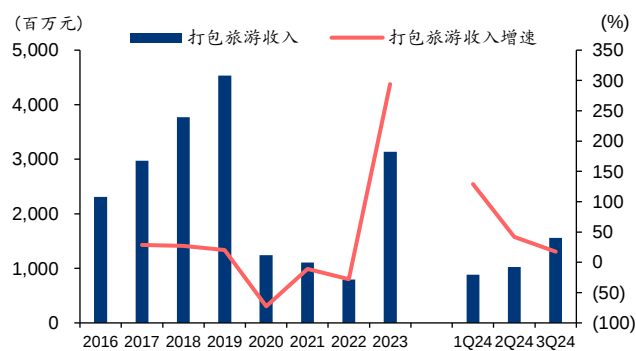
打包旅游+商旅：补齐一站式 OTA 拼图，收入快速增长

出行/住宿/旅游一站式服务，构建完整 OTA 内容生态

携程打包旅游业务疫情后正迎来快速恢复。携程平台上提供旅游供应商的各种打包旅游产品，包括跟团游、定制旅行和不同交通安排的度假游。同时，携程添加了多样化的增值服务，包括保险、签证服务和导游、景点和活动门票等目的地内活动。根据公司公告，携程2023年度在全球提供了约30万次的目的地内活动。3Q24，携程打包旅游收入超15.6亿，同比增长17%。

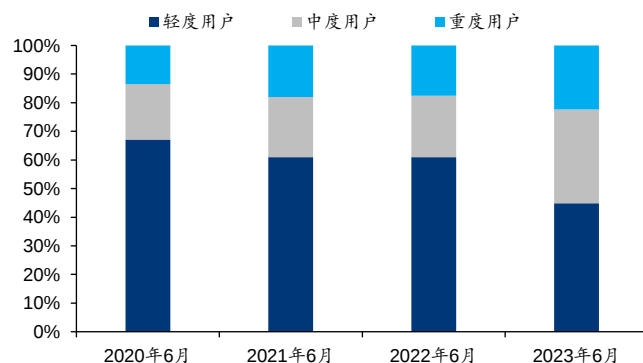
平台内部交叉销售策略，一站式服务重要组成。旅游度假的话题性天然强于交通和住宿业务，携程围绕旅游度假搭建了以“旅游攻略”为核心的用户社区，用户可以用文字、照片和视频的形式分享自己的所见所闻并与其他用户进行互动，形成富有特色和调性的UGC内容生态，并进一步强化用户粘性，提高用户使用体验。根据月狐iAPP数据，2020年以来携程APP用户粘性提升明显，去年6月携程中度、重度用户占比合计突破超过50%，活跃用户的7天活跃留存率也超50%。

图表35：2016-24Q3 携程打包旅游收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表36：2020年6月-2023年6月携程不同程度用户比例

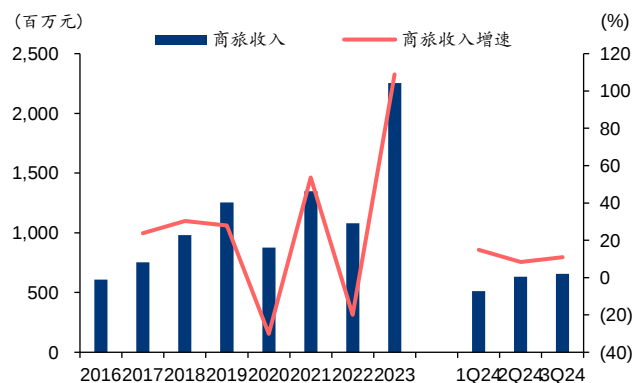


资料来源：月狐iAPP，华泰研究

携程商旅趋向常态化增长，补全业务版图巩固协同优势

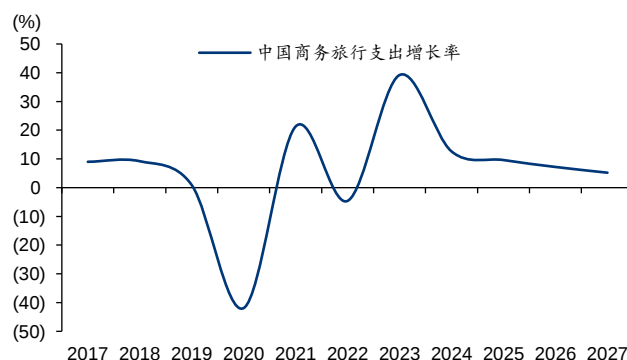
商务旅行既是携程收入的重要组成部分，也是携程补齐 to-B 业务的最后一块拼图。携程通过旗下一站式企业差旅服务平台“携程商旅”面向企业客户提供商务旅游服务。目前，携程商旅的客户包括300+世界五百强企业，15000+大型企业和100万+成长性企业，服务商旅人士超5500万。3Q24携程商旅业务收入达6.6亿元，同比增速约11.0%。根据携程商旅《2023-2024 商旅管理市场白皮书》预测，2024中国商旅市场将完全恢复至2019年水平，后续增速将向GDP增速趋近。除商旅服务本身，携程还一直在升级和迭代其企业差旅管理系统，已推出了该管理系统的5.0版本，涵盖信息管理、线上预订、线上授权、线上查询及旅行报告。

图表37：2016-24Q3 携程商旅收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表38：2017-2027 年中国商务旅行支出增长率



资料来源：携程商旅《2023-2024 商旅管理市场白皮书》，华泰研究

盈利预测

我们预计 2024-2026 年携程营业收入分别为 529/620/725 亿元, 三年 CAGR17%, 收入端, 具体看携程住宿和出行两大核心业务:

- 1) 我们预计住宿业务 24-26 年收入分别为 215/252/295 亿元, 同比分别增长 24%/18%/17%。住宿收入=GMV (ADR*间夜量)*Take rate, 当前国内旅游逐步进入常态化, 出入境旅游持续修复。我们认为后续主要驱动来自于国内酒店线上化率提升, 出境游结构性升级及 Trip 平台扩张带动海外酒店预订需求旺盛, 带来整体酒店间夜量维持双位数增长中枢, ADR 和 Take rate 层面企稳, 或部分受益于出境及海外业务占比增加带来的正向提升。
- 2) 我们预计交通业务 24-26 年收入分别为 202/223/246 亿元, 同比分别增长 9%/11%/10%。根据交通收入=GMV (票量*票价)*Take rate, 我们认为国内交通票务整体线上化程度较高, 同时抽佣率稳定, 携程作为国内龙头基本和行业趋势保持一致, 而出境机票业务仍将受益于出境旅游需求的修复, 同时由于出境机票的抽佣率显著高于国内, 出境占比提升亦会带来公司变现能力的改善。

我们预计 2024-2026 年携程调整后归母净利润 176/203/236 亿元, 调整后净利润率分别为 33.3%/32.7%/32.5%。由于公司在国内的龙头地位稳固, 我们认为公司毛利率整体保持稳定, 费用端有望受益于公司整体经营效率提升, 销售、管理费用率小幅下滑, 研发费用率或因为海外投入增加小幅上升, 整体经营利润率保持稳定, 调整后净利率亦有望保持稳定。

图表39: 携程分业务盈利预测

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	20,029	20,055	44,562	52,918	62,012	72,488
yoy	-78.0%	-45.5%	166.7%	18.75%	17.19%	16.89%
分业务						
住宿	8,148	7,400	17,257	21,469	25,238	29,528
yoy	14%	-9%	133%	24%	18%	17%
交通	6,905	8,253	18,443	20,161	22,327	24,560
yoy	-3%	20%	123%	9%	11%	10%
度假	1,105	797	3,140	4,233	5,767	7,688
yoy	-11%	-28%	294%	35%	36%	33%
商旅	1,347	1,079	2,254	2,497	2,872	3,303
yoy	54%	-20%	109%	11%	15%	15%
毛利润	15,425	15,526	36,389	43,094	50,451	59,091
毛利率	77%	77%	82%	81%	81%	82%
三项费用率	-84%	-77%	-56%	-55%	-56%	-55%
研发费用率	-45%	-42%	-27%	-25%	-24%	-24%
销售费用率	-25%	-21%	-21%	-22%	-23%	-23%
管理费用率	-15%	-14%	-8%	-8%	-8%	-7%
经营利润	-1,411	88	11,324	13,904	16,023	19,505
经营利润率	-7%	0%	25%	26%	26%	27%
调整后净利润	1356	1294	13071	17,609	20,296	23,573
yoy	249%	-5%	910%	34.7%	15.3%	16.1%
调整后净利润率	7%	6%	29%	33%	33%	33%

资料来源: 华泰研究预测

注: 由净利润到调整后净利润的主要调整项为股权激励费用、按公允价值计量且变动计入损益的投资和可交换证券。

估值

根据 PE 估值法，选取全球 OTA 及本地生活同业作为可比公司，其中包括国内的主要 OTA 平台参与者美团（同城酒店及景点门票业务）、同程（下沉市场的一站式 OTA，包含机票、酒店、打包游），以及海外的 OTA 龙头 Booking（一站式 OTA，布局欧洲）、Expedia（一站式 OTA，布局北美）和 Airbnb（全球非标住宿龙头）。参考可比公司 25 年平均 PE 为 21.9 倍，考虑到美国可比公司近期股价快速上涨导致估值提升较多，审慎起见，在可比公司 PE 均值基础上给予一定折价，以 25 年 18 倍 PE 给予携程目标价 582.2 港币（人民币兑港币汇率 1.09）。

图表40：携程：PE 估值

	2025E
Non-GAAP 净利润（人民币百万）	20,296
PE 估值倍数	18
总估值（人民币百万）	365,328
总股本（亿）	6.84
目标价（港币）	582.2

资料来源：华泰研究预测

图表41：可比公司估值

公司	股票代码	股价 (交易货币)	EPS			PE (x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Tongcheng-Elong	780 HK	18.7	1.1	1.4	11.5	19.2	15.6	12.6
Booking	BKNG US	5214.7	198.0	232.3	18.2	28.6	24.8	21.1
Expedia	EXPE US	186.3	10.9	13.4	11.8	22.9	17.5	13.9
Airbnb	ABNB US	139.7	4.6	5.2	26.2	35.2	31.6	28.0
Meituan	3690 HK	164.3	7.7	9.9	17.2	27.6	19.8	15.3
平均值						26.7	21.9	18.2

注：数据截至 2024 年 11 月 26 日

资料来源：彭博一致预期，华泰研究预测

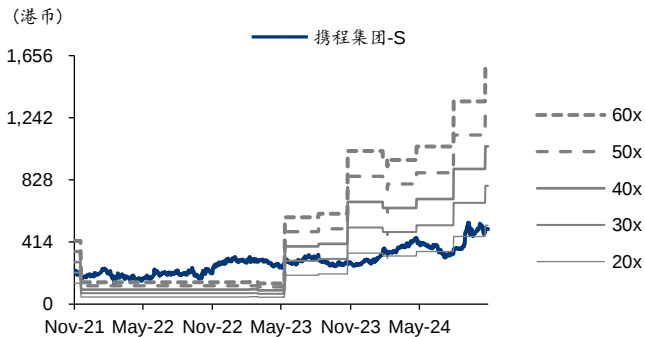
风险提示

宏观经济疲软：宏观较弱可能带来用户出行意愿降低，导致旅游平台的收入受损。

行业竞争加剧：短视频等新竞争对手入局旅游行业可能导致竞争加剧。

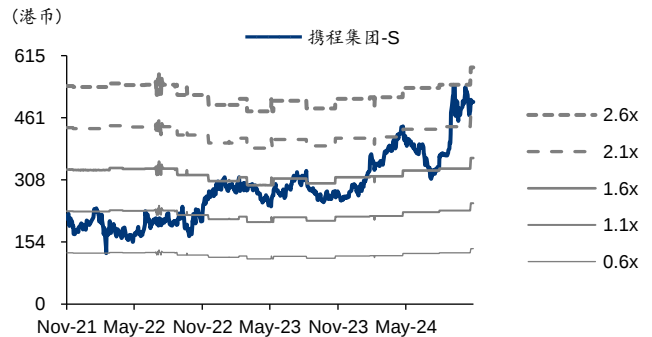
航司供给恢复速度慢于预期：出境航司的运力供给恢复速度弱于预期，可能导致供不应求。

图表42：携程集团-SPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表43：携程集团-SPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、苏燕妮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 携程集团-S (9961 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、苏燕妮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 携程集团-S (9961 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司