

持有

2025 年 2 月 26 日

国内稳盘海外破局，静待国际业务利润拐点

- 出行需求保持稳健，核心业务全面开花：2024 年集团实现净收入、经调整经营利润、经调整净利润分别为 532.9/162.2/180.4 亿元人民币，同比+19.8%/+23.3%/+33.8%，其中 24Q4 分别为 127.7/27.6/30.4 亿元，同比+23.5%/+4.3%/+446.0%。分业务看，全年住宿预订/交通票务/旅游度假/商旅管理/其他业务分别实现收入 216.1/203.0/43.4/25.0/46.3 亿元，同比+25.2%/+10.1%/+38.1%/+11.0%/+33.4%，其中 24Q4 分别实现收入 51.8/47.8/8.7/7/12.4 亿元，同比+32.7%/+16.4%/+23.6%/+10.7%/+24.9%
- 国内游稳如磐石，出境游复苏加速：1) 2024 年国内旅游保持强劲，全年出游人次达到了 56.15 亿，同比+14.8%，行业逐渐成为经济关键基石，预计未来国内发放消费券等举措有望进一步刺激旅游消费市场，集团国内游业务有望保持稳健态势。2) 2024 年，签证申请流程的放宽和国际航班的增加，进一步推动出境游强劲增长。国际运力 24Q4 已恢复至 2019 年 80% 以上，预计 25 年春节期间进一步提升，同比实现双位数增长。25Q1 预计集团平台机酒预订量实现同比+30% 以上增速，优于行业水平。2025 年随国际运力全面复苏及亚太需求进一步爆发，出境游业务有望保持高增，其中年轻客群沉浸式体验与银发市场高端定制或将成核心驱动力。
- 入境游潜力释放，Trip.com 狂飙突进：1) 中国已对超 40 个国家实施免签政策，未来入境游有望成为万亿美元贡献领域。2024 年中国入境游市场迎来爆发式增长，携程 24Q4 及全年预订量均同比超+100% 增长，其中来自免签国家的全年预订量同比增长超 150%，预计后续潜力将持续释放。2) 2024 年海外业务 Trip.com 保持迅猛增长态势，Q4 收入预计同比+70%，占集团总收入比重进一步提升至 14%，全年占比约 10%。集团未来继续发力海外国际业务，重点扩展亚太市场，预计 2025 年有望延续+50% 以上增速。
- 利润增速承压但逻辑未破：24Q4 集团毛利率因海外业务结构占比提升，同比降-1.3pct 至 79.1%，EBITDA 率同比-4.3pct 至 23.3%，利润增速或受海外业务高速扩展而放缓。我们认为，集团战略卡位新兴市场，实则以市场份额提升为主要诉求，但长期来看，随 Trip.com 于各地市场的渗透率水平逐步提高，预计当地贡献利润率也将有望逐渐向成熟市场靠拢。对标海外成熟 OTA 平台，集团国际平台的未来利润势能潜力巨大。
- 目标价 65.00 美元，持有评级：综上，预计集团 2025-2027 年 non-GAAP 净利润分别有望实现 190.2/216.5/243.5 亿元，考虑到集团短期利润增长或有承压，下调目标价至 65.00 美元，相当于 25 财年盈利预测 17 倍 PE，持有评级。
- 重要风险：1) 宏观经济发展不及预期；2) 地缘政治风险；3) 竞争加剧；4) 海外扩展不及预期；5) 品牌声誉风险。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

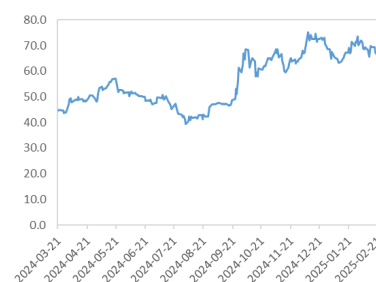
主要数据

行业	OTA/互联网
股价	57.30 美元
目标价	65.00 美元 (+13.4%)
股票代码	TCOM.O
总股本	6.84 亿股
市值	392 亿美元
52 周高/低	77.18 美元/38.23 美元
每股净资产	30.457 美元
主要股东	百度集团 (8.89%) Capital World Investors (5.92%) 梁建章 (1.15%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
营业收入(百万元)	44,562	53,377	61,106	69,550	78,591
变动(%)	122.2%	19.8%	14.5%	13.8%	13.0%
Non-GAAP归母净利润(百万元)	9,518	18,041	19,019	21,650	24,347
变动(%)	635.5%	89.5%	5.4%	13.8%	12.5%
基本每股收益(元)	15.2	26.1	28.1	31.9	35.9
市盈率@57.3美元(倍)	27.3	15.9	14.8	13.0	11.6
每股股息 (美元)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4
股息现价比 (%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1： 主要财务报表

损益表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
净收入	44,510	53,294	61,011	69,441	78,469
营业成本	(8,121)	(9,990)	(11,821)	(13,524)	(15,360)
毛利	36,389	43,304	49,190	55,918	63,109
营业费用	(25,065)	(29,127)	(34,253)	(39,021)	(44,133)
—销售费用	(9,202)	(11,902)	(14,421)	(16,448)	(18,626)
—管理费用	(3,743)	(4,086)	(4,678)	(5,324)	(6,016)
—研发费用	(12,120)	(13,139)	(15,154)	(17,248)	(19,491)
营业利润	11,324	14,177	14,937	16,897	18,976
财务费用	23	606	694	790	892
所得税	(1,750)	(2,604)	(2,783)	(3,152)	(3,543)
净利润	10,002	17,227	18,627	21,112	23,757
少数股东损益	84	160	173	196	221
归母净利润	9,918	17,067	18,454	20,916	23,537
Non-GAAP归母净利润	9,518	18,041	19,019	21,650	24,347
基本每股收益	15	26	28	32	36
增速 (%)					
营业收入	122.2%	19.8%	14.5%	13.8%	13.0%
营业利润	12,768.2%	25.2%	5.4%	13.1%	12.3%
Non-GAAP归母净利润	635.5%	89.5%	5.4%	13.8%	12.5%

资产负债表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
资产总计	219,137	242,581	239,904	233,586	250,245
流动资产合计	88,732	112,120	113,906	107,588	124,247
货币资金	41,592	51,093	49,716	38,463	49,837
应收账款	11,410	12,459	13,663	15,551	17,572
非流动资产合计	130,405	130,461	125,998	125,998	125,998
固定资产-物业、设备及软件	5,142	5,053	5,053	5,053	5,053
长期投资	49,342	47,194	47,194	47,194	47,194
商誉	59,372	60,911	60,911	60,911	60,911
无形资产	12,564	12,840	12,840	12,840	12,840
负债及股东权益总计	219,137	242,581	239,904	233,586	250,245
负债合计	96,131	99,099	102,420	105,285	108,376
流动负债合计	72,411	74,010	77,331	80,196	83,287
应付账款	16,459	16,578	19,540	22,354	25,389
应付关联方款项-流动负债	303		358	410	466
预收款项	13,380		0	0	0
非流动负债合计	23,720	25,089	25,089	25,089	25,089
长期借款	19,099	20,134	20,134	20,134	20,134
股东权益合计(含少数股东权益)	123,006	142,739	137,485	128,300	141,869
股东权益合计(不含少数股东权益)	122,184	141,807	136,553	127,368	140,937
少数股东权益	822	932	932	932	932

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
盈利能力					
毛利率	82%	81%	81%	80%	80%
营业利润率	25%	27%	24%	24%	24%
归母净利润率	22%	32%	30%	30%	30%
运营能力					
行政管理费用率	8%	8%	8%	8%	8%
市场营销费用率	21%	22%	24%	24%	24%
研究和开发费用率	27%	25%	25%	25%	25%
实际税率	16%	15%	15%	15%	15%
派息率			8%	8%	8%
应收账款周转天数	69	82	82	82	82
应付账款周转天数	537	599	599	599	599
财务状况					
资产负债率	44%	41%	43%	45%	43%
现金流量净额/净利润	2.2	1.7	1.3	1.5	1.5

总资产/股本					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
净利润	10,002	17,227	18,627	21,112	23,757
折旧与摊销	1,052	2,042	2,090	2,379	2,688
其它	10,950	9,363	3,752	8,910	9,628
经营活动产生的现金流量净额	22,004	28,632	24,469	32,401	36,073
贷款给用户所得的现金-投资活动	24,523	11,521	13,848	16,631	14,000
贷款给用户支付的现金-投资活动	(25,018)	(11,668)	(13,988)	(16,891)	(14,182)
其它	6,414	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	5,919	(147)	(140)	(261)	(182)
短期银行贷款所得款	34,562	11,764	13,819	20,048	15,210
长期借贷所得款	11,915	7,246	9,656	9,606	8,836
偿还长期贷款和债券	(7,682)	(7,220)	(8,424)	(7,776)	(7,807)
其它	(41,342)	(40,756)	(40,756)	(65,272)	(40,756)
筹资活动产生的现金流量净额	(2,547)	(28,966)	(25,705)	(43,394)	(24,516)
汇率变动对现金的影响	120	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	25,496	(481)	(1,377)	(11,254)	11,374
期初现金及现金等价物余额	18,487	43,983	43,502	42,125	30,872
期末现金及现金等价物余额	43,983	43,502	42,125	30,872	42,246

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。