

携程 (TCOM US)

营收复苏进行时

尽管 3Q22 携程国内业务的营收仍将受到疫情的影响而恢复进程有所反复，纯国际业务 (Trip.com 和 Skyscanner) 的营收正稳步回归正轨。我们仍看好携程在中国市场中独特的附加价值，其拥有具备粘性的高端消费者和商旅客群，极强的供应链能力及深厚的行业资源。我们认为目前市场对国内疫情反复对公司业绩的影响已有较为充分的预期，未来公司股价催化因素将主要来自三个方面：1) 潜在对于旅游出行管控的放松，特别是出境游层面的管控放松 (出境游占携程 2019 年总营收约 25%)；2) 纯国际业务增长强于预期；3) 降本增效举措进一步稳定利润。我们预测 2021-2024E 营收 CAGR 为 22.9%，非 GAAP 净利润 CAGR 为 77.6%。基于 DCF 的目标价为每 ADS29.7 美元，维持买入评级。

■ **国内业务仍是短期利润增长的重点。**在旅游活动正常化和被抑制的旅游需求释放的推动下，携程国内业务自 2022 年 6 月起快速复苏，尽管自 8 月中旬以来再次受到疫情反复的影响。与 2019 年同期相比，携程国内酒店预订量在 6 月已经全量恢复，在 2022 年 7 月增长了 20%。尽管在 2022 年 8 月起携程受到疫情反复的影响，但其国内酒店预订量仍保持了正增长。在我们看来，国内业务仍是携程近期的收入和利润的重点，较为严格的疫情防控政策为被抑制的旅游需求在 2023 年释放留下了空间。我们预测携程的总营收将在 2022/2023 年分别恢复到 2019 年的 59/83%。

■ **纯国际游业务复苏趋势延续。**自主要国家放松旅游管控限制起，伴随携程将更多的资源投入支持国际扩张，公司的纯国际游业务 (2019 年约占总营收的 10%) 展现持续复苏趋势。携程欧洲和美国市场的收入在 2Q22 已经超过了疫情前的水平，国际的机票和酒店预订量在 2Q22 同比增长了 100% 以上。我们预期携程纯国际业务营收将在 3Q22 恢复到疫情前水平的 80-90% (2Q22 为 70-80%)。

■ **成本管控有助于稳定利润率。**我们认为携程长期的经营利润率扩张仍处于正轨，这主要得益于高利润率出境游业务收入贡献将在长期增加，以及目前处于亏损状态的纯国际业务利润率提升。疫情影响期间公司的成本优化举措应能在疫情影响减弱、收入增长重回正轨后，使盈利具有更大的弹性。我们预测非 Non-GAAP 经营利润率将从 2021 年的 1.3% 提升到 2022/2023/2024 年度的 7.8/17.0/22.0% (2019 年:18.9%)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入 (百万人民币)	18,327	20,029	20,957	29,672	37,183
同比增长 (%)	(48.7)	9.3	4.6	41.6	25.3
净利润 (百万人民币)	(3,207.0)	(550.0)	(229.6)	3,133.5	5,549.7
调整后净利润 (百万人民币)	(913.0)	1,356.0	1,223.7	4,884.2	7,594.8
调整后每股收益 (人民币)	(1.52)	2.14	1.93	7.70	11.98
市盈率 (倍)	na	na	na	31.8	18.0
市净率 (倍)	1.2	1.2	0.9	0.9	0.8
股本回报率 (%)	(3.1)	(0.5)	(0.2)	2.8	4.6

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价 **29.70 美元**
潜在升幅 **31.3%**
当前股价 **22.62 美元**

中国互联网

贺赛一
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶治
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	13,874.3
3 月平均流通量(百万美元)	25.9
52 周内股价高/低(百万美元)	31.12/16.75
总股本 (百万)	634.1

资料来源：FactSet

股东结构

百度控股有限公司	10.8%
摩根士丹利	5.8%

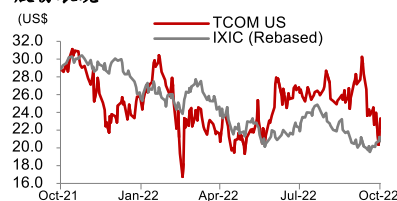
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-15.7%	-18.5%
3 - 月	-12.2%	-5.6%
6 - 月	7.6%	20.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	35,716	18,327	20,029	20,957	29,672	37,183
销售成本	(7,372)	(4,031)	(4,598)	(4,734)	(6,229)	(7,471)
其他	(50)	(11)	(6)	(8)	(12)	(15)
毛利	28,294	14,285	15,425	16,214	23,431	29,698
运营费用	(23,254)	(15,708)	(16,836)	(15,879)	(20,139)	(23,565)
销售	(12,584)	(8,041)	(7,844)	(7,290)	(10,678)	(12,600)
研发费用	(10,670)	(7,667)	(8,992)	(8,589)	(9,462)	(10,965)
运营利润	5,040	(1,423)	(1,411)	335	3,292	6,133
利息收入	2,094	2,187	2,132	2,335	1,933	1,976
利息支出	(1,677)	(1,716)	(1,565)	(1,478)	(1,427)	(1,478)
其他收入/支出	3,630	(273)	373	(188)	0	0
税前利润	9,087	(1,225)	(471)	1,004	3,798	6,631
所得税	(1,742)	(355)	(270)	(572)	(760)	(1,326)
其他	(347)	(1,689)	96	(757)	0	150
非控股权益	57	62	95	95	95	95
净利润	7,055	(3,207)	(550)	(230)	3,134	5,550
调整后净利润	6,527	(913)	1,356	1,224	4,884	7,595

资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	67,955	58,011	66,108	68,233	83,258	98,796
现金与现金等价物	19,923	18,096	19,818	25,631	36,037	47,552
限制现金	1,824	1,319	1,378	796	1,039	1,264
应收账款	7,661	4,119	4,649	4,694	6,528	8,143
预付款项	12,710	7,855	9,032	7,544	10,088	12,271
其他流动资产	25,837	26,622	31,231	29,566	29,566	29,566
非流动资产	132,214	129,238	125,751	122,597	121,104	120,503
物业及厂房及设备 (净额)	6,135	5,780	5,534	5,555	5,567	5,713
合资及联营公司投资	51,278	47,943	44,961	42,961	41,541	40,902
无形资产	13,173	13,256	12,960	11,704	11,407	11,111
商誉	58,308	59,353	59,353	59,353	59,353	59,353
其他非流动资产	3,320	2,906	2,943	3,024	3,235	3,424
总资产	200,169	187,249	191,859	190,830	204,362	219,299
流动负债	69,182	58,369	66,218	63,991	71,497	77,858
短期债务	30,516	33,665	39,866	39,866	39,866	39,866
应付账款	12,294	4,506	6,019	7,054	9,031	10,534
应付税款	1,449	1,217	1,065	286	334	544
其他流动负债	24,445	18,503	18,868	16,596	22,047	26,690
预提费用	478	478	400	189	218	224
非流动负债	24,142	27,313	15,185	15,148	16,124	16,940
长期债务	19,537	22,718	11,093	11,093	11,093	11,093
融资租赁承担	749	618	400	400	400	400
其他非流动负债	3,856	3,977	3,692	3,655	4,631	5,447
总负债	93,324	85,682	81,403	79,139	87,621	94,799
股本	6	6	6	6	6	6
资本盈余	83,614	83,960	93,829	95,328	97,279	99,524
留存收益	22,803	19,470	18,823	18,559	21,657	27,172
其他储备	(2,981)	(3,082)	(2,981)	(2,981)	(2,981)	(2,981)
股东权益总额	103,442	100,354	109,677	110,912	115,961	123,721
少数股东权益	3,403	1,213	779	779	779	779
总负债和股东权益	200,169	187,249	191,859	190,830	204,362	219,299

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	8,740	(2,914)	(375)	247	3,798	6,781
折旧摊销	1,096	1,217	1,021	1,065	1,132	1,213
营运资金变化	282	(6,934)	177	(785)	3,128	2,564
其他	(2,785)	4,808	1,652	726	990	718
净经营现金流	7,333	(3,823)	2,475	1,255	9,049	11,276
投资现金流						
资本开支	(823)	(532)	(570)	(596)	(844)	(1,058)
收购与投资	(823)	(2,861)	(3,585)	0	0	0
其他	(767)	(428)	7	(1)	(1)	(2)
净投资现金流	(2,413)	(3,821)	(4,148)	(597)	(846)	(1,060)
融资现金流						
净借贷	2,067	18,209	5,615	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	7,984	0	0	0
其他	(11,323)	(12,184)	(9,680)	4,575	2,445	1,525
净融资现金流	(9,256)	6,025	3,919	4,575	2,445	1,525
净现金流变动						
年初现金	25,774	21,747	19,415	21,196	26,428	37,076
汇率变动	309	(713)	(465)	0	0	0
其他	(4,336)	(1,619)	2,246	5,232	10,648	11,741
年末现金	21,747	19,415	21,196	26,428	37,076	48,816
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	14.8%	(48.7%)	9.3%	4.6%	41.6%	25.3%
毛利润	14.8%	(49.5%)	8.0%	5.1%	44.5%	26.7%
经营利润	93.5%	na	na	na	882.3%	86.3%
净利润	534.4%	na	na	na	na	77.1%
调整后净利润	19.1%	na	na	(9.8%)	299.1%	55.5%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	79.2%	77.9%	77.0%	77.4%	79.0%	79.9%
营业利润率	14.1%	(7.8%)	(7.0%)	1.6%	11.1%	16.5%
调整后净利润率	18.3%	(5.0%)	6.8%	5.8%	16.5%	20.4%
股本回报率	7.4%	(3.1%)	(0.5%)	(0.2%)	2.8%	4.6%
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	19.9	na	na	na	31.8	18.0
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	1.3	1.2	1.2	0.9	0.9	0.8
市现率	23.9	na	70.9	151.5	12.2	9.8
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际证券。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。