

睿智投资

携程(CTRP US, US\$45.9, 无评级) — 业务整合, 安内攘外

- ❖ **3Q16 营收增长强劲, 营业利润率大幅提升。**3Q16 公司实现净营收人民币 55.7 亿元, 同比增长 75.1%, 达到收入指引上限。强劲增长主要来自住宿预订和交通票务业务(新业务部分)的拉动。公司预计 4Q16 净营业收入年增长率约为 70-75%, 其中住宿预订/交通票务/旅游度假业务同比增长预期分别为 45%-55%/ 85%-95%/30%-40%。
- ❖ **产业链整合, 去哪儿 Non-GAAP 运营利润率首次转正。**在机票、酒店两大业务的双重力推下, 去哪儿网 3Q16 提前一个季度扭亏为盈。我们认为, 随着“去携”联姻、OTA 行业整合的加速, OTA 价格战等非理性竞争现象已经得到有效缓解, 未来去哪儿网将逐渐从投入期进入整体盈利阶段。得益于“去携”双方团队、采购分销、库存等多方面的优化和协同, 去哪儿成本得到有效控制。此外, 尽管目前票代政策日渐严苛, 但航企“解禁”(与海航、国航、南航、东航等公司全面恢复合作)为去哪儿网机票业务后期发展扫除了障碍。基于携程旅游与去哪儿度假合并后带来的协同效应、运营效率的全方位提升以及市场进入更加健康发展的轨道, 我们期待去哪儿网为公司带来持续的盈利贡献。
- ❖ **乘出境游春风, 加速国际旅游生态系统布局。**在 OTA 市场增速逐渐放缓、国内休闲游进入竞争白热化之际, 出境游已成为几大 OTA 主战场。艾瑞咨询数据显示, 2015 年出境游占中国 OTA 市场交易规模的 52.6%; 世界旅游组织公布 2016 年 1 月-9 月中国出境游支出达 19% 同比增长。而近期“飞猪”的拆分、中国港中旅集团公司与中国国旅集团有限公司的重组等事件亦折射出几大 OTA 对于出境游蓝海的看好。作为中国 OTA 市场龙头, 公司年初以 1.8 亿美元投资印度最大在线旅游公司 Make My Trip, 并于近期收购美国两大地接社海鸥旅游和纵横集团, 借机卡位市场份额。基于公司全产品线服务、前期频繁境外布局以及新任 CEO 的国际化背景, 公司有望受益于出境游风口并巩固其市场垄断地位。
- ❖ **安内攘外: 收购天巡促进交叉销售和产业协同。**继 10 月宣布投资三大美国旅行社(纵横、海鸥、途峰)后, 公司以 14 亿英镑全资收购旅游搜索平台天巡(Skyscanner)(以现金支付为主, 辅之携程股票和债券)。天巡目前拥有 6000 万 MAU, 每年完成超过 20 亿次机票搜索请求, 2015 财年收入约为公司同期的 7.9%, 已实现盈利。虽然短期对公司整体营收贡献度有限, 但作为英国领先的旅游搜索平台, 天巡有望通过与公司去年收购的英国机票订购网 Travelfusion 进行产业链进而促进交叉销售, 并加强公司的海外机票业务以及全球布局。

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

黄群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

携程(CTRP US)

评级	未评级
收市价	US\$45.9
目标价	不适用
市值(美元百万)	22,264
过去 3 月平均交易(美元百万)	217.9
52 周高/低(美元)	55.6/35.5
发行股数(百万)	409.3
主要股东	
	Baillie Gifford and Company (9.1%)
	Capital Group Companies (6.0%)
	T ROWE Price Group (4.7%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.0%	0.6%
3 月	-5.5%	-4.7%
6 月	-2.5%	-11.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额(百万元人民币)	5,386.7	7,346.9	10,897.6
调整后净利润(百万元人民币)	998.3	242.7	2,507.7
经调整后每 ADR 盈利(元人民币)	3.33	0.80	7.11
每 ADR 盈利变动(%)	33.7	-76.0	788.8
市盈率(x)	92	385	43
市帐率(x)	9.5	8.9	2.8
股息率(%)	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	13.3	2.7	9.3
净财务杠杆率(%)	Net Cash	Net Cash	5.67

来源: 公司及招银国际研究

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于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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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。招银证券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。招银证券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证券编写，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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。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。招银证券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)2000年英国不时修订之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，未经招银证券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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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个人。