

携程网 (CTRP.O)

评级: **增持**当前价格 (美元): **31.14**

2019.11.18

情理之中的利润修复

——携程网三季报点评

	刘越男(分析师)	于清泰(分析师)
	liuyuenan@gtjas.com	yuqingtai@gtjas.com
	021-38677706	021-38022689
证书编号	S0880516030003	S0880519100001

交易数据

52周内股价区间 (美元)	25.34-46.50
当前股本 (百万股)	69
当前市值 (亿美元)	183

本报告导读:

2019Q3 携程通过利润率回升符合市场预期, 国际业务与旅行社业务的快速增长印证其: 出海+下沉战略有效, 行业短期无价格战风险, 利润率将趋势性回升。

摘要:

- **业绩符合预期, 增持。** 出海+下沉战略初见成效, 效率提升驱动的业绩与盈利能力修复在情理之中, 未来利润率将趋势性回升。
- **业绩简述:** 公司 2019Q3 单季度实现营业收入 105 亿元 (CNY) +12%, 营业利润 22 亿/+52%, non-GAAP 营业利润 26 亿/+40%, 归母净利润 7.93 亿/-27.9%, non-GAAP 归母净利润 23 亿/+35%。公司对 2019Q4 营收增速指引区间为 8-13%。
- **控费成为业绩增速的重要驱动力。** ①分业务收入: 住宿预订业务收入 41 亿/+14%, 其中国际酒店业务同增 50%; 交通票务预订业务收入 37 亿/+3%; 跟团游业务收入 16 亿/+19%; 商旅业务收入 3.35 亿/+26%, Q3 毛利率 79%与去年同期持平; ②公司今年以来对费用段的管控效果逐步体现, 管理费用率从 8%下降至 6%带来了利润率的持续提升; ③携程在明确了下沉+出海两大核心战略后, 海外业务低基数+并表带来的高增长已经在市场预期之中, 50%+的增速并无额外惊喜; 在宏观波动背景下, 交通预定收入增速的放缓亦在情理之中; ④高毛利的商旅业务也许是未来的亮点, 但现在占比仍太小; 跟团游业务增速明显高于线下旅行社龙头业绩增速, 亦远高于行业增速, 这或许预示着下沉的携程确实在重新划分出境游的行业格局。
- **行业短期无价格战风险, 预计利润率将趋势性回升。** 我们在年初的深度报告中曾经提出: 在未来 3-5 年内酒店及出境游行业进一步价格战概率低, 因此毛利率将维持相对稳定, 而费用率会边际改善, 驱动业绩缓慢回暖, 但持续下沉的战略亦将使得佣金率和单间收入趋势性下降; 国际化业务尽管可能带来增量, 但波动的国内宏观经济形势以及海外市场的不确定性会在一定程度上抵消出海的红利。
- **风险提示:** 宏观经济波动对中国及全球旅游行业需求端的影响; 公司海外业务经营风险; 竞争对手发起价格战风险。

财务摘要 (百万人民币)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,228	26,780	30,965	37,049	44,238	51,773
(+/-)%	76.45	39.27	15.56	19.65	19.40	17.03
毛利润	14,498	22,102	24,642	29,484	35,205	41,201
净利润	-1431	2142	1112	4694	5842	7946
(+/-)%	-157.05	249.72	-48.40	322.18	24.44	36.01
PE	-	69.05	90.32	28.68	23.05	16.95
PB	1.50	1.84	1.15	1.91	1.82	1.69

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数涨跌幅为基准。	增持	相对美国标普指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对美国标普指数涨幅 15%以上
	中性	相对美国标普指数涨幅介于 5%~15%之间
	减持	相对美国标普指数涨幅介于 5%~15%之间
2. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数涨跌幅为基准。	增持	相对美国标普指数涨幅介于-5%~5%之间
	中性	相对美国标普指数涨幅介于-5%~5%之间
	减持	相对美国标普指数下跌 5%以上

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		