

買入

2018年7月13日

二季度業績前瞻

- **“以客戶為中心”落到實處：**公司回歸“以客戶為中心”的初心，在產品、服務、品質等各方面追求透明、可選擇、一致與公正的原則，對各業務部門和產品線進行篩查，修改產品訂購流程，將口號落到實處。公司承諾不從機票、酒店等產品的退改服務中收取任何額外費用。公司也會改進算法，盡可能的將最優最全面的價格檢索給用戶並同步展現該價格對應的退改規則。我們維持此前的觀點，認為公司回歸“以客戶為中心”的初心，是非常正確的選擇。雖然這些措施會在短期負面影響公司的盈利，但是長期來看將會最終反映到盈利層面。
- **二季度業績預測：**考慮到公司仍然受到搭售產品解綁的負面影響，以及目前各業務線篩查帶來的成本和費用的上升，我們相應下調了二季度公司的收入和利潤率水平。我們預計，2018年二季度，公司的淨收入為72億元，同比增長12%。毛利率為80%，下調1個百分點。Non-GAAP經營利潤為11億元，Non-GAAP經營利潤率為15.1%，下調0.5個百分點。
- **下調未來三年盈利預測：**我們預計，2018-2020年，公司的淨收入為307、391和488億元，CAGR為26%。Non-GAAP經營利潤為49、72和107億元，CAGR為48%。
- **下調目標價至57.38美元，維持買入評級：**DCF法估值，假設WACC為9%，長期增長率為2%，上調美元兌人民幣匯率至6.7，並考慮CB部分的影響，求得合理股價為57.38美元，相當於2018-2020年的PE為56、38和26倍。該目標價對比當前股價有26.67%的上升空間，維持買入評級。

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要數據

行業	TMT
股價	45.30 美元
目標價	57.38 美元 (+26.67%)
股票代碼	CTRP US
總股數	5.45 億 ADS (68.13 百萬股)
市值	246.98 億美元
52 周高/低	60.65 美元 / 40.13 美元
每 ADS 賬面值	23.59 美元
主要股東	百度 19.30% Baillie Gifford and Company 10.10% Priceline 8.50% T. Rowe Price Associates 6.00%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	16年历史	17年历史	18年预测	19年预测	20年预测
净营业收入 (千美元)	2,869,916	3,996,960	4,579,913	5,829,503	7,285,012
变动	76.45%	39.27%	14.58%	27.28%	24.97%
Non-GAAP 净利润	317,764	593,407	610,957	899,194	1,309,894
Non-GAAP 每ADS盈利 (美元)	0.60	1.03	1.03	1.52	2.22
变动	-61.13%	70.37%	0.42%	47.18%	45.67%
基于45.3美元的市盈率 (估)	74.9	44.0	43.8	29.8	20.4
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

## “以客戶為中心”落到實處

公司對各業務部門和產品線進行篩查，修改產品訂購流程，將“以客戶為中心”的口號落到實處

公司回歸“以客戶為中心”的初心，在產品、服務、品質等各方面追求透明、可選擇、一致與公正的原則，保持可靠、積極、高保障、不讓客戶犯錯、迅速、方便和人性化、全面”7個內部考核標準，延續高標準的服務品質。公司對各業務部門和產品線進行篩查，修改產品訂購流程，將“以客戶為中心”的口號落到實處。

機票產品方面，公司會事前審查供應商的資質，持續關注供應商出票、改期、退票等服務的準確性、及時性以及違規投訴情況。公司也會改進算法，盡可能地將最優最全面的價格檢索給用戶、並同步展現該價格對應的退改規則。在機票的退改政策方面，公司承諾與產品供應方保持一致，不收取任何額外費用。如因公司或產品提供方原因導致旅客無法正常辦理乘機，公司將全力保障客人出行，根據實際情況承擔差價，並給予補償。

酒店產品方面，對於圖文與實際情況不符的酒店，公司會根據用戶反饋修改展示內容，並對用戶進行賠償。公司承諾不從酒店退改服務中收取任何額外費用。若發生了正常情況下用戶無法入住酒店的情況，公司會協調安排原標準或以上級別的房間入住，或者幫忙預訂附近同等酒店，並承擔由此產生的差價。若用戶臨時無法出行，公司會與酒店溝通盡量挽回用戶損失。如果因不可抗力原因，公司提供保障政策為用戶減少損失，其他原因的取消也會盡力為用戶協調爭取降低損失。對於公司承諾的退改條款，即使酒店方不同意退費，公司也會承擔這部分的費用。

我們認為公司近期的措施短期負面影響盈利，長期會回饋到盈利層面

我們維持此前的觀點，認為公司回歸“以客戶為中心”的初心，是非常正確的選擇。雖然這些措施會在短期負面影響公司的盈利，但是長期來看將會最終回饋到盈利層面。

## 盈利預測

2018 Q2，預計淨收入 72 億元，同比增長 12%

考慮到公司仍然受到搭售產品解綁的負面影響，以及目前各業務線篩查帶來的成本和費用的上升，我們相應下調了未來 3 個季度公司的收入和利潤率水平。我們預計，2018 年二季度，公司的淨收入 72 億元，同比增長 12%。毛利率預計下降至 80%。Non-GAAP 經營利潤為 11 億元，Non-GAAP 經營利潤率為 15.1%。

圖表 1：2018 年各季度攜程的盈利及預測

百万CNY	2018 Q1	E 2018 Q2	E 2018 Q3	E 2018 Q4
12个月结束	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
Net revenues	6,731	7,234	9,337	7,383
Gross profit	5,487	5,787	7,469	5,958
Income/(loss) from operations	590	553	934	685
Net income/(loss)	1,044	225	598	387
Non-GAAP net income	2,124	753	1,148	1,013
<b>Non-GAAP operating income</b>	<b>966</b>	<b>1,103</b>	<b>1,484</b>	<b>1,310</b>
<b>YOY</b>				
Net revenues	11.3%	12.0%	15.0%	19.6%
Gross profit	13.0%	8.5%	9.6%	16.5%
Income/(loss) from operations	57.8%	-19.5%	-40.9%	126.1%
Net income/(loss)	2272.7%	-36.2%	-52.7%	22.6%
Non-GAAP net income	270.2%	-15.1%	-35.5%	35.0%
Non-GAAP operating income	7.8%	-9.2%	-24.4%	86.3%
<b>Margin</b>				
Gross margin	81.5%	80.0%	80.0%	80.7%
OP margin	8.7%	7.6%	9.9%	9.2%
Net margin	15.4%	3.1%	6.4%	5.2%
Non-GAAP OP margin	14.3%	15.1%	15.8%	17.6%
Non-GAAP net margin	31.4%	10.3%	12.2%	13.6%

資料來源：公司資料，第一上海預測

2018-2020年，淨收入307、391和488億元，CAGR為26%

我們也相應下調了未來三年的盈利預測。我們預測，2018-2020年，公司的淨收入為307、391和488億元，同比分別增長15%、27%和25%，CAGR為26%。Non-GAAP經營利潤為49、72和107億元，同比分別增長2%、47%和49%，CAGR為48%。

圖表 2：2016年-2020年攜程的盈利及預測

千元RMB (除每股数据)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
淨收入	19,228,440	26,779,631	30,685,415	39,057,668	48,809,584
毛利	14,498,690	22,101,422	24,701,759	31,636,711	40,023,859
銷售費用	-5,860,927	-8,294,186	-9,665,906	-12,107,877	-14,642,875
產品開發費用	-7,687,422	-8,259,233	-9,512,479	-11,717,300	-14,154,779
一般及行政費用	-2,518,819	-2,621,832	-2,761,687	-3,319,902	-3,904,767
經營利潤	-1,568,478	2,926,171	2,761,687	4,491,632	7,321,438
Non-GAAP經營利潤	1,991,240	4,759,983	4,862,959	7,166,218	10,663,814
歸屬於攜程淨利潤	-1,430,703	2,142,012	1,992,138	3,350,011	5,433,911
Non-GAAP淨利潤	2,129,016	3,975,824	4,093,410	6,024,597	8,776,287

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 估值：目標價 57.38 美元，買入評級

DCF 估值：目標價 57.38 美元，買入評級

我們採用 DCF 法對攜程進行估值，假設 WACC 為 9%，長期增長率為 2%，上調美元兌人民幣匯率至 6.7，並考慮 CB 部分的影響，求得合理股價為 57.38 美元，相當於 2018-2020 年的 PE 為 56、38 和 26 倍。該目標價對比當前股價有 26.67% 的上升空間，維持買入評級。

圖表 3：DCF 估值模型

折現年限	0	高速成長期				穩定成長期				永續期	
10	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
假設											
自由現金流增長率		6.5%	21.7%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2%
現金流	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
自由現金流	9,330,213,671	9,970,738,008	12,241,925,734	13,466,118,307	14,543,407,772	15,561,446,316	16,495,133,095	17,319,889,750	18,012,685,340	18,553,065,900	18,924,127,218
折合至2018年的現金流	9,330,213,671	9,147,466,063	10,303,783,969	10,398,314,097	10,302,916,720	10,113,872,377	9,835,508,917	9,474,572,810	9,039,959,378	8,542,346,935	124,474,198,202
永續期折現值											275,751,568,031
基本參數:											
WACC		9.0%									
長期增長率		2%									
債券價值		0									
股份數量		73,845,325									
公司價值計算											
現金流折現		220,963,153,141									
減：淨金融負債		-30,643,755,023									
減：少數股東權益		-1,779,215,851									
股本價值		249,827,692,314									
股本數量 (預期)		81,229,858									
匯率		6.70									
1 ADR =		0.125									ordinary shares
DCF法之每ADS價值 (美元)		57.38									

資料來源：第一上海預測

# 主要財務報

## 損益表

单位: 千人民币, 财务年度: 12月31日

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
净主营业务收入	19,228,440	26,779,631	30,685,415	39,057,668	48,809,584
- 主营业务收入成本	-4,729,750	-4,678,209	-5,983,656	-7,420,957	-8,785,725
毛利	14,498,690	22,101,422	24,701,759	31,636,711	40,023,859
营业开支	-16,067,168	-19,175,251	-21,940,072	-27,145,079	-32,702,421
- 行政管理费用	-2,518,819	-2,621,832	-2,761,687	-3,319,902	-3,904,767
- 市场营销费用	-5,860,927	-8,294,186	-9,665,906	-12,107,877	-14,642,875
- 研究和开发开支	-7,687,422	-8,259,233	-9,512,479	-11,717,300	-14,154,779
营业利润	-1,568,478	2,926,171	2,761,687	4,491,632	7,321,438
- 利息支出	-731,923	-1,286,284	-1,929,426	-2,122,369	-2,334,605
- 利息收入	567,145	987,610	1,481,415	1,629,557	1,792,512
- 营业外亏损净额	-26,848	878,998	751,151	786,910	983,386
税前利润	-1,760,105	3,506,495	3,064,827	4,785,730	7,762,730
- 所得税支出	-478,009	-1,280,523	-1,072,689	-1,435,719	-2,328,819
非常项目前收入	601,883	-65,116	0	0	0
净利润	-1,636,231	2,160,855	1,992,138	3,350,011	5,433,911
- 少数股东权益	205,528	-18,844	0	0	0
普通股股东所得净利润	-1,430,703	2,142,012	1,992,138	3,350,011	5,433,911
折旧与摊销	718,836	883,202	917,004	947,023	966,730
Non-GAAP 净利润	2,129,016	3,975,824	4,093,410	6,024,597	8,776,287
主营业务增长 (%)	76%	39%	15%	27%	25%
Non-GAAP 净利润增长率 (%)	32%	87%	3%	47%	46%

## 资产负债表

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
+ 现金与现金等同	18,434,681	18,242,992	27,573,205	37,543,943	49,785,869
+ 短期投资	14,112,862	28,129,938	28,129,938	28,129,938	28,129,938
+ 应收账款与票据	4,624,818	4,559,053	6,033,721	6,807,156	10,042,179
+ 其他流动资产	8,739,080	8,294,838	8,294,838	8,294,838	8,294,838
总计流动资产	45,911,442	59,226,820	70,031,702	80,775,875	96,252,824
+ 长期投资与应收	215,673	19,000	19,000	19,000	19,000
+ 总固定资产	6,845,720	7,273,783	7,773,783	8,273,783	8,773,783
- 累计折旧	-1,253,760	-1,658,282	-2,178,922	-2,735,350	-3,327,568
+ 净固定资产	5,591,960	5,615,500	5,594,861	5,538,432	5,446,215
+ 其他长期资产	91,935,275	96,525,834	96,129,469	95,738,875	95,364,362
总计长期资产	98,502,460	102,821,657	102,404,653	101,957,630	101,490,899
总资产	144,413,902	162,048,477	172,436,355	182,733,505	197,743,724
+ 应付账款	7,278,791	7,459,203	11,393,411	12,597,627	14,842,719
+ 短期借款	6,887,310	16,316,282	16,316,282	16,316,282	16,316,282
+ 其他短期负债	16,128,926	18,384,447	20,744,706	23,813,044	27,801,883
总计流动负债	30,295,026	42,159,932	48,454,400	52,726,954	58,960,885
+ 长期借款	34,650,674	29,220,255	29,220,255	29,220,255	29,220,255
+ 其他长期负债	3,947,449	4,195,261	4,195,261	4,195,261	4,195,261
总长期负债	38,598,123	33,415,516	33,415,516	33,415,516	33,415,516
总负债	68,893,149	75,575,448	81,869,916	86,142,469	92,376,401
总股东权益	75,520,753	86,473,029	90,566,439	96,591,036	105,367,323

## 财务能力分析

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	75.4%	82.5%	80.5%	81.0%	82.0%
Non-GAAP OP margin	10.1%	17.6%	15.7%	18.2%	21.7%
净利率 (%)	-8.5%	8.1%	6.5%	8.6%	11.1%
Non-GAAP 净利率	11.1%	14.8%	13.3%	15.4%	18.0%
<b>营运表现</b>					
行政管理费用/收入 (%)	-13.1%	-9.8%	-9.0%	-8.5%	-8.0%
研究和开发费用/收入 (%)	-40.0%	-30.8%	-31.0%	-30.0%	-29.0%
市场营销费用/收入 (%)	-30.5%	-31.0%	-31.5%	-31.0%	-30.0%
实际税率 (%)	27.2%	-36.5%	-35.0%	-30.0%	-30.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转					
应收账款天数	73.8	62.6	63.0	60.0	63.0
应付账款天数	510.2	574.9	575.0	590.0	570.0
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	47.7%	46.6%	47.5%	47.1%	46.7%
收入/净资产	-2.2%	2.5%	2.2%	3.5%	5.2%
经营性现金流/收入	-8.2%	10.9%	9.0%	11.5%	15.0%

## 现金流量表

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
+ 净利润	-1,636,231	2,160,855	1,992,138	3,350,011	5,433,911
+ 折旧、摊销	718,836	883,202	917,004	947,023	966,730
+ 其他非现金调整	3,058,628	2,148,815	2,101,272	2,674,586	3,342,376
+ 非现金运营资本变动	3,409,586	2,197,383	4,819,800	3,499,118	2,998,908
经营活动现金流量	5,272,730	7,068,861	9,830,214	10,470,738	12,741,926
+ 资本支出	-682,831	-471,120	-500,000	-500,000	-500,000
+ 投资增加	-19,981,742	-15,812,691	0	0	0
+ 投资减少	839,095	1,453,012	0	0	0
+ 其他投资活动	0	1	0	0	0
投资活动现金	-19,825,479	-15,232,252	-500,000	-500,000	-500,000
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期拆借变动	1,979,869	2,137,178	0	0	0
+ 长期借款增加	6,544,966	0	0	0	0
+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 其他融资活动	-6,233,823	-969,884	0	0	0
融资所得现金	12,289,758	8,019,066	0	0	0
期初现金	19,215,675	18,434,681	18,242,992	27,573,205	37,543,943
现金净增减	-780,993	-191,690	9,330,214	9,970,738	12,241,926
现金剩余	18,434,681	18,242,992	27,573,205	37,543,943	49,785,869

數據來源: 公司資料、第一上海預測

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、數據、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資項目，或提供有關該證券或投資項目的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此文件及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。