

2024 年 02 月 08 日

在线旅行系列（一）

行业动态

在线旅行

看好 OTA 业绩稳健增长，首次覆盖携程、同程旅行

国内旅游业进入稳健增长期，估算在线旅游 2023-2026 年 CAGR 18%。2024 年仍是旅游大年，国内旅游有望完全恢复。我们看好 OTA 平台在供应链的积累、全链路服务能力带动收入稳健增长及利润率水平稳定前景。首次覆盖市占率领先的携程集团（9961.HK/TCOM.US）、及深耕下沉市场的同程旅行（780.HK）。

报告摘要

国内旅游业进入稳健增长期：2023 年国内旅游收入 5.2 亿元，同比增 135%（3.2 万亿元），较文旅部年初预计高 30%，恢复至 2019 年的 91%；国内旅游人次 54 亿人次，恢复至 2019 年的 90%。文旅局预测 2024 年国内旅游收入/人次有望达 6 万亿元/6 亿人次，同比增 15%/11%，恢复至 2019 年的 105%/100%，人均消费较 2019 年增 5%。稳态期旅游业有望维持 3 倍于 GDP 的增速，具备长期增长潜力，动力来自可支配收入增长、旅行支出占比提升、出行频次增长。

估算 2023 年在线旅行规模 2 万亿元：我们采用自上而下及品类加总两种方式估算，预计 2023 年在线旅游市场规模 2.0 万亿元，较 2019 年增 14%，恢复进度好于旅游大盘，预计 2026 年有望突破 3 万亿元，2023-2026 年 CAGR 18%，高于国内旅游大盘增速（15%）。按品类测算，估算 2023 年在线交通票务 1 万亿元，在线住宿 4,200 亿元，在线度假 3,200 亿元，占比分别为 59%、23%、18%。

我们对在线旅行竞争的看法：1) 随着航司&酒店加大对 App、小程序等自有渠道建设，OTA 市场份额占比或有小幅下降，中长期 OTA：直销平台份额占比或为 6:4。2) 传统 OTA 供给侧资源稳定，交易链路各环节服务能力强，估算 2024 年携程/同程/美团酒旅/飞猪国内市占率 54%/18%/12%/6%（GMV 口径）；3) 短视频优势或在度假产品/中高端新酒店等，未来份额竞争取决于供给侧建设、交易链路完善及核销率提升，估算 2024 年抖音份额 4%，中长期或提升至高个位数。

首次覆盖携程（9961.HK/TCOM.US）：国内市占率第一的 OTA 先行者和领导者，交易规模 2018-2020 年位列全球第一。供应链布局深厚，与高星酒店集团合作持续深化，战略投资首旅/华住/亚朵/东航等上游供应商。预计 2023-2026 年收入增速 CAGR 14%，利润率稳定在~25%。看好公司穿越周期的稳健性、供应链壁垒稳固、国际业务增量前景，首予买入评级，给予 19x 2024 年市盈率，目标价 380 港元（9961.HK）/49 美元（TCOM.US），较现价有 26%提升空间。

首次覆盖同程旅行（780.HK）：国内流量规模最大的 OTA 平台，年付费用户超 2 亿，微信生态贡献 80%流量，与腾讯流量&营销/支付/技术合作稳定，与携程旅游资源供给及销售合作，利好经营效率提升。2023 年前 3 季度 GMV/收入较 2019 年同期增 50%/61%，业绩强劲复苏。预计 2023-2026 年收入增速 CAGR 17%，利润率稳定在 18%-20%。看好公司业绩受益于下沉渗透提升及用户价值增长，首予买入评级，给予 17x 2024 年市盈率，目标价 20.6 港元，较现价有 26%提升空间。

风险：消费力疲弱，旅行花费占比或降低；多玩家入局，竞争加剧。

估值表

公司	股票代码	交易货币	收盘价	目标价	评级	市值	市盈率	市销率
			(交易货币)			(美元)	FY2023 FY2024	FY2023 FY2024
携程	9961 HK	HKD	301.0	380.0	买入	25,510	17.0 16.9	4.1 3.5
同程旅行	780 HK	HKD	16.4	20.6	买入	4,718	17.6 15.0	2.9 2.4
Booking	BKNG US	USD	3,644.9	NA	未评级	127,171	24.4 20.7	6.0 5.4
Expedia	EXPE US	USD	153.7	NA	未评级	21,341	16.1 12.4	1.7 1.5

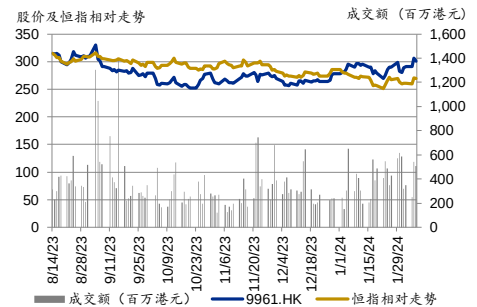
资料来源：公司资料，彭博，安信国际 *截至 2024 年 2 月 7 日

关注股份

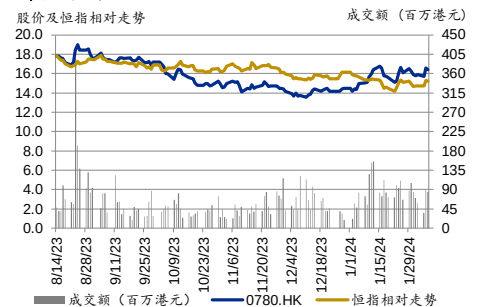
携程 (9961.HK/TCOM.US, 买入)
同程旅行 (780.HK, 买入)

股价表现

携程集团（9961.HK/TCOM.US）



同程旅行（0780.HK）



数据来源：彭博、安信国际

王婷

(0755) 8168 2753
wangting9@essence.com.cn

在线旅行系列（二）：携程（9961.HK/TCOM.US）穿越周期的 OTA 领导者，利润率稳健；首予买入

在线旅行系列（三）：同程旅行（780.HK）：流量优势仍待释放，业绩增长预期稳健；首予买入

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

投资要点

2024 年仍是旅游大年：2023 年国内旅游收入 5.2 万亿元，同比增 3.2 万亿元（+154%），对比国内 GDP 增量 5.0 万亿元（+5.2%）表现亮眼，较文旅部年初预计的 4 万亿元高 30%，恢复至 2019 年的 91%；国内旅游人次 54 亿人次，同比增 114%，恢复至 2019 年的 90%，对应人均花费为 962 元/人次（+19%），完全恢复至 2019 年水平。国内旅游业进入稳健增长阶段，2024 年仍为旅游大年，国内旅游收入/人次有望达 6 万亿元/6 亿人次，同比增 15%/11%，恢复至 2019 年的 105%/100%，人均消费有望较 2019 年增 5%。

旅游业具备长期增长动力：2019 年人均旅游花费占居民人均可支配收入的 3.1%，居民可支配收入提升、服务消费占比提升有望带动旅游花费增长；国内人均旅行次数 2019 年为 4.3 次，2023 年为 3.8 次，仍有提升空间；旅游产业对 GDP 的贡献约为 4%-5%，行业增速有望维持高于 GDP 增速，GDP 贡献占比将提升。

出境游及入境游完全恢复或需待 2025 年：2023 年出境游整体人次 8,700 万人，恢复至 2019 年（1.55 亿人次）的 56%，港澳台恢复更快，出国游目的地中短途东南亚、日韩等恢复更快。预计 2024 年出境游恢复至 2019 年的 84%，2025 年恢复至 97%；2023 年入境游 1.0 亿人次，恢复至 2019 年的 71%，其中港澳台/出国游恢复至 81%/36%，预计 2024 年/2025 年恢复至 84%/102%。

我们对在线旅行规模测算：我们从自上而下、分品类测算两种方式估算在线旅行市场规模（GMV 口径），预计 2023 年在线旅游市场规模超 2.0 万亿元，同比增 1.2 万亿元（136%），较 2019 年增 14%，恢复进度好于旅游大盘，预计 2026 年有望突破 3 万亿元，2023-2026 年 CAGR 18%，高于国内旅游市场大盘增速（15%）。按品类测算，估算 2023 年在线交通票务 1 万亿元，在线住宿 4,200 亿元，在线度假 3,200 亿元，占比分别为 59%、23%、18%。

我们对竞争格局的看法：

- 1) **预计中长期 OTA：直销平台份额占比 6:4。**从中长期看，我们预计，随着航司、酒店等加大对 App、小程序等自有渠道建设，OTA 市场份额占比或有小幅下降，但 OTA 旗舰店仍为航司及酒店的重要直销渠道，中长期 OTA：直销平台份额占比或为 6:4。
- 2) **传统 OTA 供应链优势持续。**传统 OTA 如携程等在机票、酒店等供应链布局较为深入，与各供应商的合作稳定，供给的丰富度，且确定性高；交易链路完整，服务能力强，核心用户复购率高，用户心智稳定。预计携程仍将维持份额绝对领先优势，估算 2024 年携程/同程旅行/美团酒旅/飞猪国内市占率 54%/18%/12%/6%（GMV 口径）。
- 3) **短视频新玩家的份额增量或更多在旅游度假产品。**短视频中心化算法推荐利好打造爆款旅游产品，或更多侧重新品牌/高端度假产品。未来业务进展取决于：1) 核销率提升情况：酒旅产品履约周期长，目前核销率仍较低，抖音达人直播的酒旅产品核销率 5%；2) 供给建设：供给的丰富度及服务质量是影响用户复购率的关键因素。我们抖音估算 2023 年/2024 年市场份额为 3%/4%，中长期潜力有望提升至高个位数。

首次覆盖携程（9961.HK/TCOM.US）：国内市占率第一（超 50%）的 OTA 先行者和领导者，交易规模 2018-2020 年位列全球第一。预计 2023-2026 年收入增速 CAGR 14%，利润率稳定在~25%。看好公司穿越周期的稳健性、供应链壁垒稳固、国际业务增量前景，首予买入评级，给予 19x 2024 年市盈率，目标价 380 港元（9961.HK）/49 美元（TCOM.US），较现价有 26%提升空间。

首次覆盖同程旅行（780.HK）：国内流量规模最大的 OTA 平台，年付费用户超 2 亿，与腾讯流量&营销/支付/技术合作稳定，与携程旅游资源供给及销售合作，利好经营效率提升。预计 2023-2026 年收入增速 CAGR 17%，利润率稳定在 18%-20%。看好公司业绩受益于下沉渗透提升及用户价值增长，首予买入评级，给予 17x 2024 年市盈率，目标价 20.6 港元，较现价有 26%提升空间。

目录

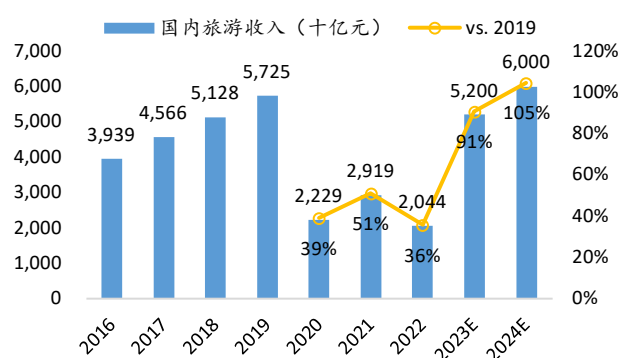
投资要点	2
旅游大盘：国内旅游进入稳态期，出入境游仍在恢复进程	4
国内在线旅游市场增速快于旅游业大盘	8
在线旅行规模测算	10
在线交通票务市场	11
在线住宿市场测算	15
在线旅游主要玩家及竞争格局	19

旅游大盘：国内旅游进入稳态期，出入境游仍在恢复进程

2023 年国内旅游收入恢复至 2019 年同期的 91%。据文旅部数据，2023 年国内旅游出行人次 54.1 亿人，同比增 2.9 亿人次（+114%），恢复至 2019 年的 90%；国内旅游收入 5.2 万亿元（人民币，下同），同比增 3.2 万亿元（+154%），较 2023 年 3 月份文旅局预计的 4 万亿元高 30%，恢复至 2019 年的 91%。对比 2023 年国内 GDP 增量 5.0 万亿元（+5.2%），旅游业恢复表现强劲，其中 1/2/3/4 季度旅游收入分别为 1.3/1.0/1.4/1.5 万亿元，恢复至 2019 年同期的 75%/95%/88%/110%，4 季度受到国庆假期的提振，恢复程度更为明显。

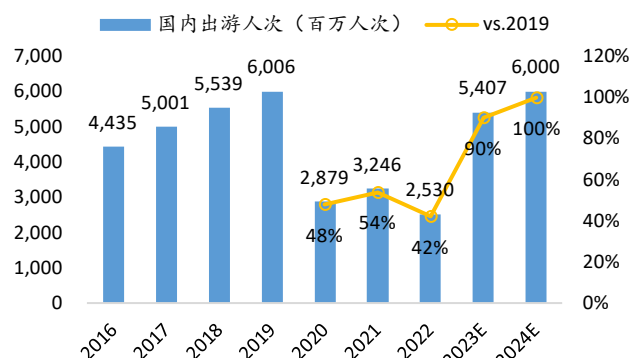
预计 2024 年国内旅游总收入 6 万亿元，较 2019 年增长 5%。据文旅部预测，2024 年国内旅游收入有望达 6 万亿元，同比增 15%，较 2019 年增 5%，国内旅游人次有望突破 60 亿人次，同比增 11%，完全恢复至 2019 年水平。

图表 1：预计 2024 年国内旅游总收入恢复至 2019 年的 91%



资料来源：文旅部，安信国际*vs. 2019 为恢复至 2019 年同期的程度

图表 2：预计 2024 年旅游出行人次完全恢复至 2019 年水平



资料来源：文旅部，安信国际

国内旅游恢复特点：节假日率先恢复。我们从 2023 年五一、十一假期出游情况，观察旅游收入、出游人次及人均花费的恢复情况。2023 年国庆&中秋期间，出游需求集中释放，剔除假期天数差异影响看日均数据，旅游收入恢复至 2019 年同期的 101.5%，较五一假期的恢复程度小幅提升；人均花费 912 元/人次，恢复至 2019 年同期的 110%，对比五一假期为 540 元及恢复 90%，主要受长途出游占比提升带动。

图表 3：十一假期国内旅游收入/人次恢复至 2019 年同期的 101%/104%

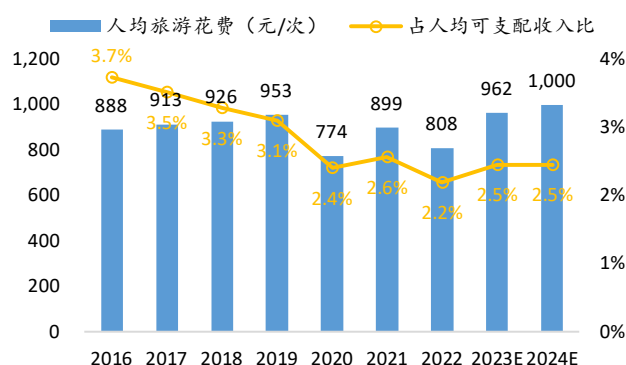
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
十一假期						
假期天数 (天)	7	7	8	7	7	8
国内旅游收入 (十亿元)	599	650	467	389	287	753
国内旅游日均收入 (十亿元)	86	93	58	56	41	94
vs. 2019			63%	60%	44%	101%
国内旅游人次 (百万人次)	726	782	637	515	422	826
同比	3%	8%	-19%	-19%	-18%	96%
vs. 2019			79%	70%	61%	104%
人均花费 (元/次)	825	831	732	755	681	912
vs. 2019			88%	91%	82%	110%
五一假期						
假期天数 (天)	3	4	5	5	5	5
国内旅游收入 (十亿元)	87	118	48	113	65	148
国内旅游日均收入 (十亿元)	29	29	10	23	13	30
vs. 2019			32%	77%	44%	101%
国内旅游人次 (百万人次)	147	195	115	230	160	274
同比	9%	14%	0%	120%	-30%	101%
vs. 2019			47%	103%	67%	119%
人均花费 (元/次)	593	603	414	492	404	540
vs. 2019			69%	82%	67%	90%

资料来源：文旅部，安信国际

国内旅游行业具备长期增长潜力。我们认为，旅游业的增长动力主要来自：1) 居民可支配收入提升。2022 年，居民人均可支配收入 3.7 万元，增速维持高于 GDP 增速 2-3 个百分点，人均旅游花费占可支配收入比的 3.1%，中长期有望提升至 5% 以上水平。2) 居民消费由实物消费向服务性消费转变，旅游花费在居民消费支出占比有望提升。2019 年，旅游花费占居民消费支出 14.8%，疫情期间降至 4%-5%，稳态期在 15% 以上的可见度较高。3) 旅游频次提升。2023 年国内人均出游次数为 3.8 次，2024 年有望提升至 4.3 次，恢复至 2019 年水平，长期仍有提升空间。4) 旅游产品供给持续丰富，如各类定制游、旅游套餐等。

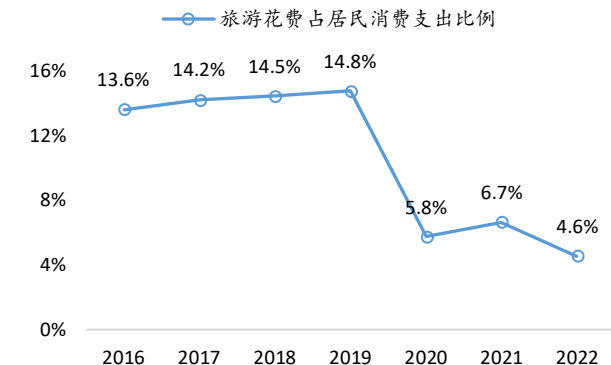
旅游趋势变化：本地游、旅游+、特色游。我们观察到，在出行受限制期间，消费者的本地游需求得到激发，并出行限制放开后仍然持续，受益于 City Walk、露营、美食打卡等新型旅游方式的高热度。自然风光、小众景点、国潮类目的地旅游也呈快速增长态势。此外，暑期现在演出市场的强劲反弹，也带动了演出+旅游的需求提升。看中长期趋势，政策层面对品质游、乡村游、及多元化旅游目的地，利好优化旅游产品结构，促进旅游新业态有序发展。

图表 4: 人均旅游花费占可支配收入比有望持续提升



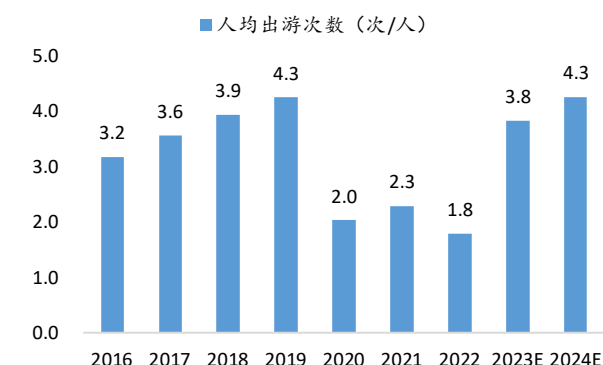
资料来源: 文旅部, 国家统计局, 安信国际预测

图表 5: 常态期旅游花费占居民消费支出比例约为 15%



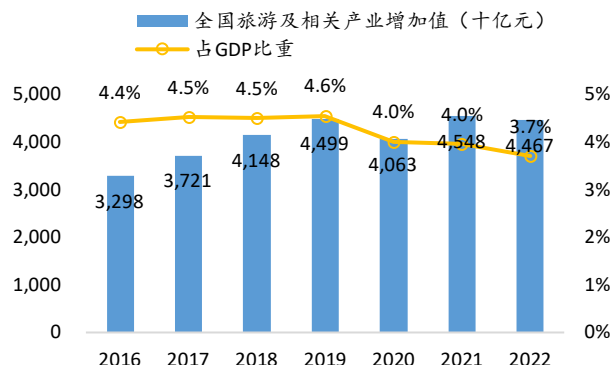
资料来源: 国际统计局, 文旅部, 安信国际 * 占比=国内旅游收入/居民消费支出总额

图表 6: 2024 年国内人均出游次数有望提升



资料来源: 文旅部, 国家统计局, 安信国际预测 * 国内旅游出行次数/总人口

图表 7: 旅游产业对 GDP 贡献为 4%-5%



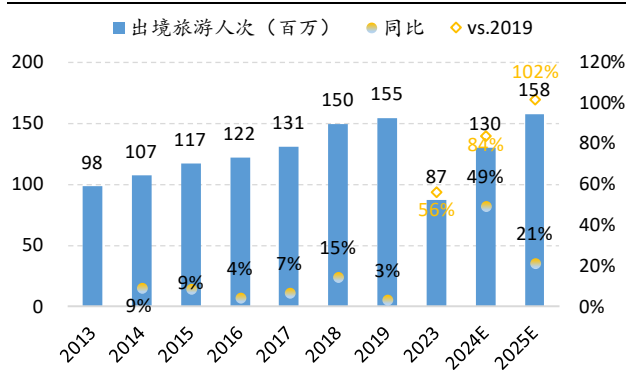
资料来源: 国际统计局, 安信国际

出境游：预计 2025 年完全恢复

预计 2025 年出境游有望完全恢复。2023 年上半年，出境游人次约 4,000 万，预计全年出境游恢复至 2019 年同期的 50%，快于国际航班恢复。旅游人次 Top10 的目的地中，中国港澳台占比 80%，出国游占比仅为 20%。对比 2018/2019 年出国游在出境游占比为 40%。泰国、日本、新加坡为出国游热度最高的国家，短途出境游仍然是主要方式，平均出行时间 2.6 天。据国家移民局数据，今年国庆&中秋假期期间，出境游人次 1,181 万，约为 2019 年同期的 85%，假期的恢复程度更高。文旅部先后发布三批次恢复出境团队游业务名单（含 137 个国家和地区），2023 年出境游整体人次（8,700 万人）恢复至 56%，我们预计 2024 年将进一步恢复至 80%，2025 年有望全面恢复，出国游恢复或需更长时间。

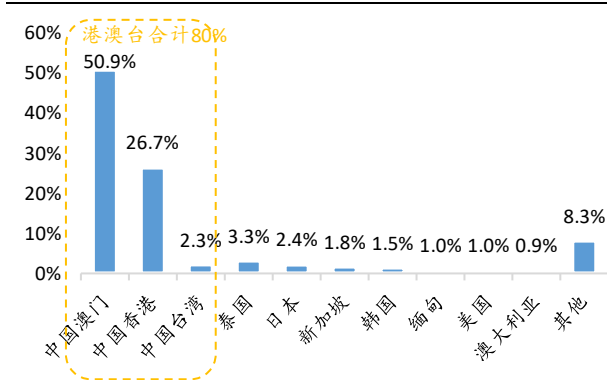
出境游人均花费为国内出游的 6 倍。2019 年出境游旅客人次 1.6 亿次，为国内出行人次的 2.6%，出境游客境外消费超过 1,338 亿美元，人均花费为 841 美元/人次（约 5800 元/人次），是同期国内出行人均花费的 6.1 倍。据支付宝数据，国庆假期出境游的人均消费金额为 2019 年同期的 105%，消费金额恢复或已恢复。

图表 8: 2023 年出境游恢复至 2019 年的 56%



资料来源：文旅部，安信国际预测

图表 9: 1H23 出境游目的地港澳台占比 80%

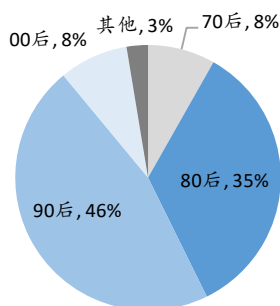


资料来源：中国旅游研究院，安信国际

出境游用户中 90 后及 00 后超过 50%。据 Fastdata 数据，2023 年 7 月，出境游用户中，90 后占比 46%，其次为 80 后（35%），00 后占比提升至 8%，出境游整体用户呈年轻化。

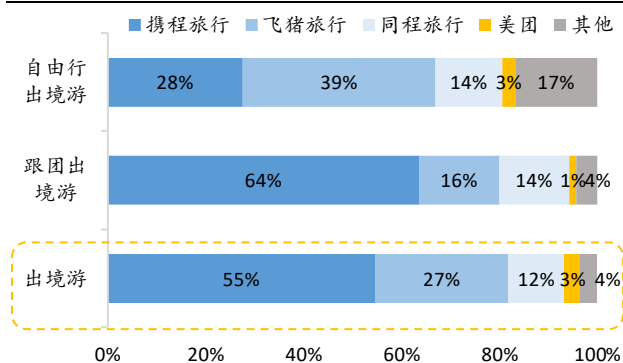
携程出境游市场份额稳固，飞猪旅行出境自由行优势明显。据 Fastdata 数据，2023 年 7 月，携程出境游份额领先，达 55%，其次为飞猪旅行（27%）。携程在跟团游的供应链、履约服务能力领先，飞猪年轻用户群体占比高，自由行业务具备竞争优势。美团的出境游布局相对有限，战略重点仍聚焦国内。

图表 10: 90 后及 00 后合计占比 55%



资料来源：Fastdata，安信国际 *2023 年 7 月

图表 11: 携程出境游市场份额 55%



资料来源：Fastdata，安信国际 *2023 年 7 月

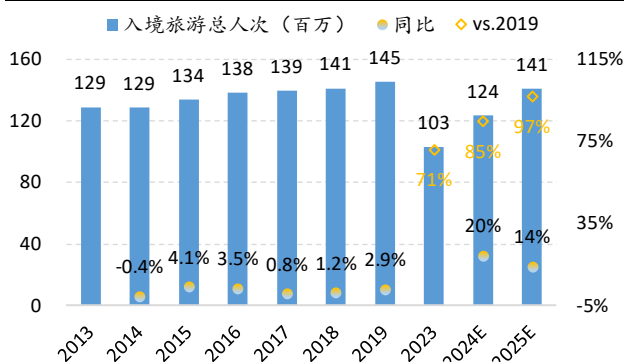
入境游

外国旅客占入境游比例为 20%，贡献近 60% 入境游收入。据国家统计局数据，2019 年，入境游总人次 1.45 亿，其中中国港澳台地区 1.1 亿人次，外国游客总人次为 3,200 万，占比 20%。从入境旅游收入贡献看，外国旅客总花费 771 亿美元，人均花费 2,418 美元，是中国港澳台旅客/入境旅客平均花费（466 美元/895 美元）的 5.2 倍/2.7 倍，贡献入境旅游收入的 59%。

2023 年入境游人次恢复至 2019 年同期的 70%。2023 年 3 月恢复各类入境签证申请，根据外交部数据，目前，与中国有不同护照的互免签证协定的国家数量为 157 个，简化签证手续协定的国家有 44 个，实现全面互免签证的国家为 23 个（包括泰国、新加坡、马尔代夫、阿联酋等），并有超 60 个国家/地区给予中国公民面前或落地签便利。据国家移民管理局数据，2023 年入境游旅客人次恢复至 2019 年的 70%，其中港澳台入境恢复 81%，外国游客入境人次恢复至 36%。预计 2024 年入境游恢复至 2019 年同期的 85%，2025 年有望接近完全恢复。

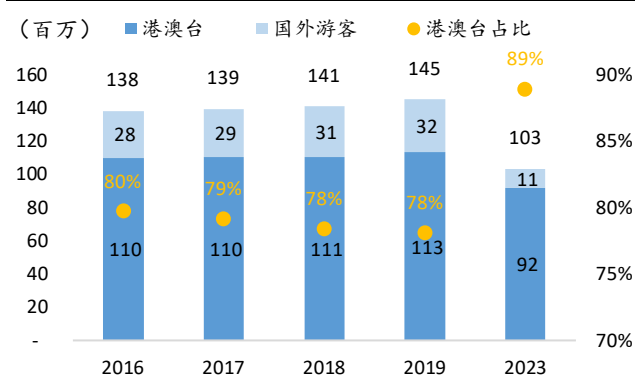
入境游具备万亿规模增量前景。2019 年，入境旅游收入 1,313 亿美元，其中外国旅客总花费 771 亿美元，分别占我国 GDP 的 0.9%、0.5%。如外国旅客入境游收入的 GDP 贡献提升至国际中值的 1.5%，基于 2023 年 GDP 计算，入境游收入增量空间约 1.3 万亿元。从入境游平台布局看，携程海外 OTA 平台 Trip.com 上线一站式入境游服务，联合支付宝、及旅游产业链商家，提供多元服务，或最先受益于入境游增长。

图表 12: 2023 年入境游恢复至 2019 年的 71%



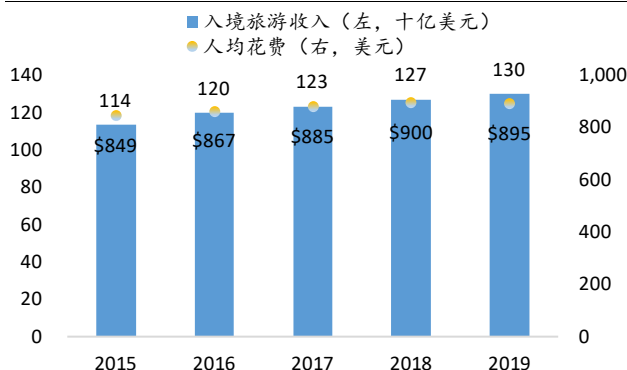
资料来源: 文旅部, 安信国际预测

图表 13: 外国游客入境游恢复更慢



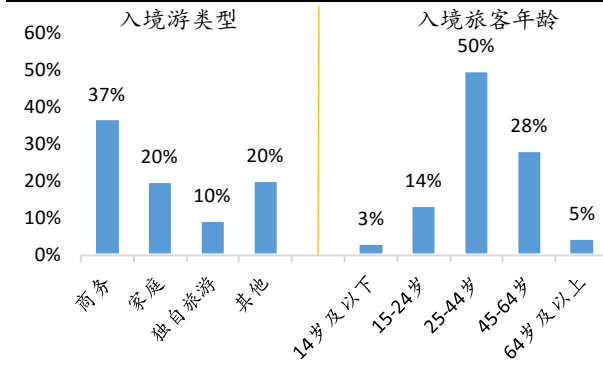
资料来源: 文旅部, 安信国际

图表 14: 2019 年入境旅客平均花费 895 美元



资料来源: 文旅部, 安信国际预测

图表 15: 商旅、中老年入境旅客占比较高

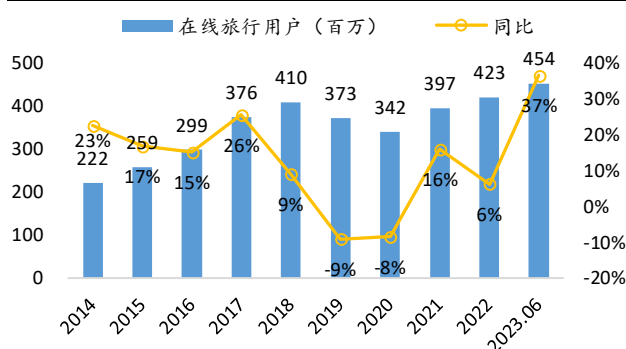


资料来源: 世界旅游联盟《2019 年中国入境旅游报告》，安信国际

国内在线旅游市场增速快于旅游业大盘

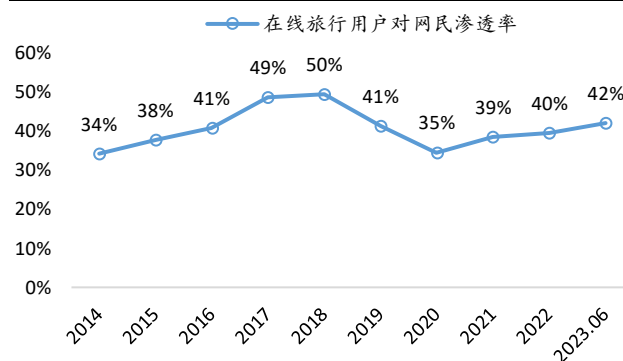
上半年在线旅行用户增速高于多数互联网子板块，对网民渗透率仍有提升空间。据 CNNIC 数据，截至 2023 年 6 月，在线旅行用户规模 4.5 亿人，较 2022 年底增长 7.3%（净增 3,100 万人），增速仅次于网约车（+8.0%），对网民的渗透率为 42%，低于外卖（50%）、游戏（51%）、音乐（67%）等，消费者出行需求强劲反弹。

图表 16：在线旅行用户规模达 4.5 亿人



资料来源: CNNIC, 安信国际

图表 17：在线旅行网民渗透率 42%

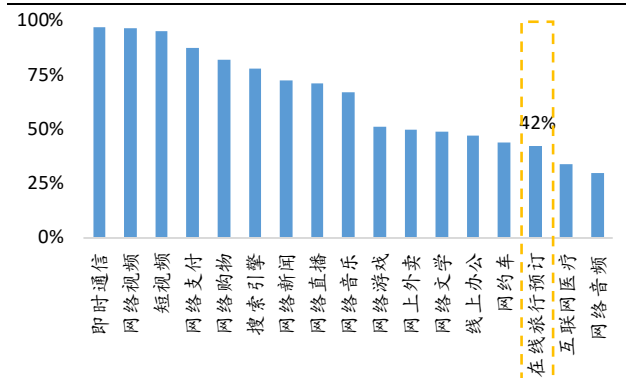


资料来源: CNNIC, 安信国际

从月活用户规模看，在线旅行用户对网民渗透率近 15%。据 QuestMobile 数据，今年 4 月以来，在线旅游 APP 的月活用户规模呈现强劲同比增长趋势，4 月 MAU 同比增 88% 至 1.6 亿人，6 月仍维持 1.5 亿量级，对互联网月活用户的渗透率近 15%。

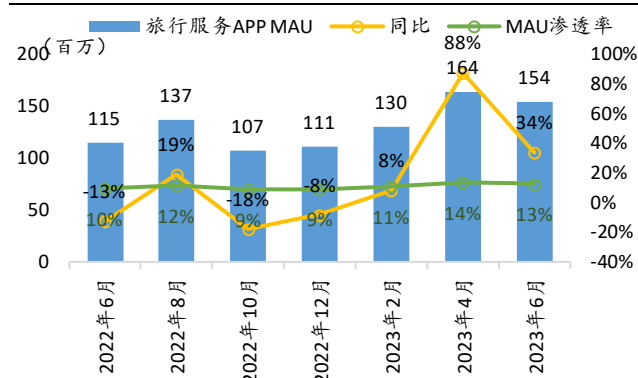
下沉市场用户增量空间更大。对比国内互联网用户及在线旅行用户的区域分布看，一线及新一线的旅行 MAU 占比为 15%/22%，高于各自区域的网民占比 7 个/4 个百分点，反映在线旅行消费习惯在高线城市用户心智相对成熟。三线/四线/五线及以下的在线旅行 MAU 占比为 25%/17%/12%，合计占比 53%，对比网民占比 44%，是未来用户拓展的主要区域，在线旅行平台通过微信小程序、线下门店等方式拓展下沉用户覆盖。

图表 18：在线旅行用户渗透率有可观提升空间



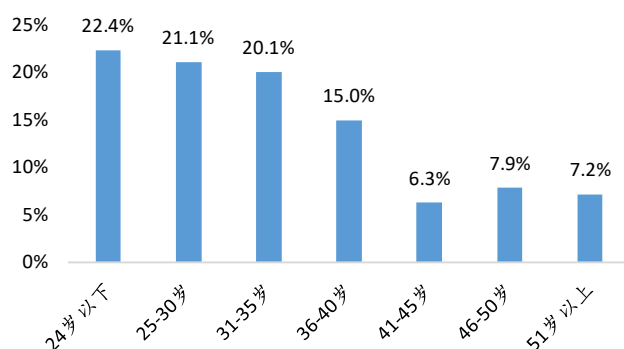
资料来源: CNNIC, 安信国际 *截至 2023 年 6 月

图表 19：4 月以来，旅行 APP 用户增长明显



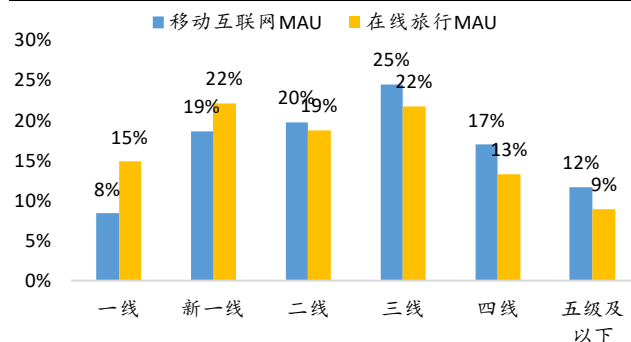
资料来源: QuestMobile, 安信国际

图表 20: 40 岁以下旅行 APP 用户占比 79%



资料来源: QuestMobile, 安信国际 *2023 年 6 月数据

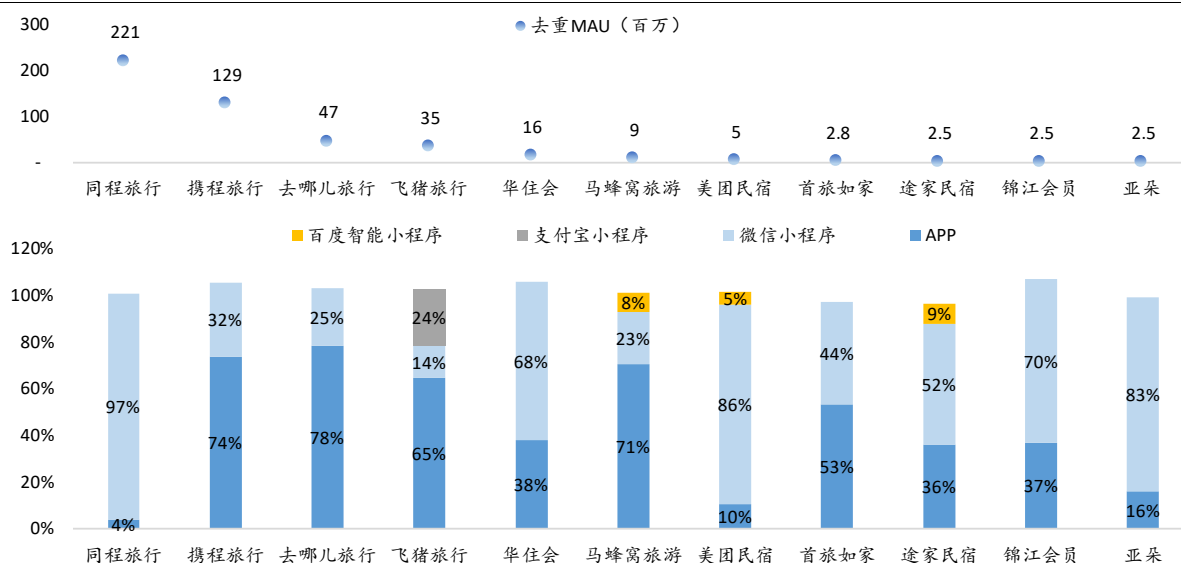
图表 21: 三线及以下旅行用户占比 44%



资料来源: QuestMobile, 安信国际 *2023 年 6 月数据

同程旅行为用户规模最大的在线旅行平台。从用户规模看, 同程全平台去重 MAU 规模最大, 6 月为 2.21 亿 (QuestMobile), 2 季度为 2.29 亿, 其中超过 80% 来自微信小程序 (公司披露), 反映其与腾讯的战略合作。携程旅行 (含去哪儿) 去重用户规模约 1.76 亿, 其中超 70% 用户来自独立 APP, 小程序仅作为增量渠道。连锁酒店加大自有渠道建设, 旗下 APP 例如华住会、锦江会员、首旅如家、亚朵等, 用户规模较同程、携程等 OTA 平台仍有较大差距, 平台公司流量优势仍稳固。

图表 22: 在线旅行平台/公司流量分布: OTA 的流量规模高于旅游供给商会员 APP



资料来源: QuestMobile, 安信国际 *2023 年 6 月数据, 渠道占比为该渠道用户数/去重用户总数

在线旅行规模测算

我们从自上而下、分品类测算两种方式估算在线旅行市场规模（GMV 口径），预计 2023 年在线旅游市场规模超 2.0 万亿元，同比增 1.2 万亿元（136%），较 2019 年增 14%，恢复进度好于旅游大盘，预计 2026 年有望突破 3 万亿元，2023-2026 年 CAGR 18%，高于国内旅游市场大盘增速（15%）。

规模测算 1：自上而下估算主要从旅游人次、单次花费估算国内旅游大盘规模，再从在线旅游用户网民渗透率、平均出行次数、单次花费计算在线市场规模。我们预计，2023 年在线旅游用户 4.6 亿人，平均出行次数 4.2 次（对比大盘 3.8 次），单次花费 1,058 元（较大盘高 10%），可测算在线旅行规模为 2.1 万亿元。预计到 2026 年，用户对网民的渗透率提升至 47%，平均出行次数提升至 5.4 次，平均花费未来三年维持 2% 的年复合增速，市场规模有望突破 3 万亿元。

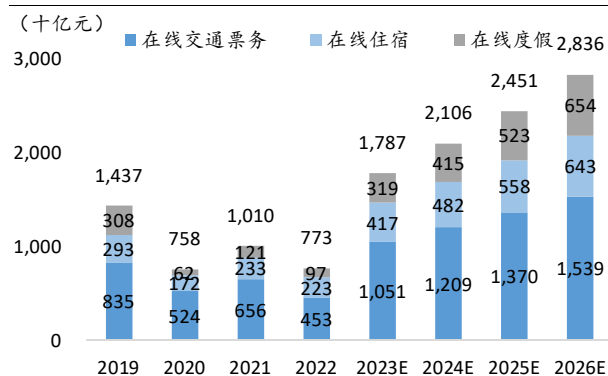
图表 23：自上而下估算预计 2023 年在线旅游市场规模超 2 万亿元，2026 年达 3.3 万亿元，2023-2026 年 CAGR 18%

指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
总人口（百万）	1,405	1,410	1,412	1,413	1,412	1,410	1,407	1,405	1,402
旅游人次（百万）	5,539	6,006	2,879	3,246	2,530	5,407	6,013	6,626	7,235
同比	11%	8%	-52%	13%	-22%	114%	11%	10%	9%
平均出行次数（次）	3.9	4.3	2.0	2.3	1.8	3.8	4.3	4.7	5.2
平均单次花费（元/次）	926	953	774	899	808	962	1,000	1,040	1,081
同比	1%	3%	-19%	16%	-10%	19%	4%	4%	4%
国内旅游收入（十亿元）	5,128	5,725	2,229	2,919	2,044	5,200	6,000	6,890	7,823
同比	12%	12%	-61%	31%	-30%	154%	15%	15%	14%
网民（百万）	829	904	989	1,032	1,067	1,100	1,131	1,159	1,184
在线旅游网民渗透率	50%	41%	35%	39%	40%	42%	44%	45%	47%
在线旅游用户（百万）	410	373	342	397	423	462	492	521	551
同比	9%	-9%	-8%	16%	6%	9%	6%	6%	6%
平均出行次数（次）	3.7	4.6	3.4	3.4	2.0	4.2	4.5	5.0	5.4
平均单次花费（元/次）	972	1,049	852	989	1,050	1,058	1,100	1,123	1,135
在线旅游收入（十亿元）	1,486	1,807	987	1,331	875	2,062	2,427	2,900	3,387
同比	27%	22%	-45%	35%	-34%	136%	18%	19%	17%
线上渗透率	29%	32%	44%	46%	43%	40%	40%	42%	43%

资料来源：国家统计局，文旅部，CNNIC，艾瑞咨询，安信国际预测 *蓝色标记为假设数据

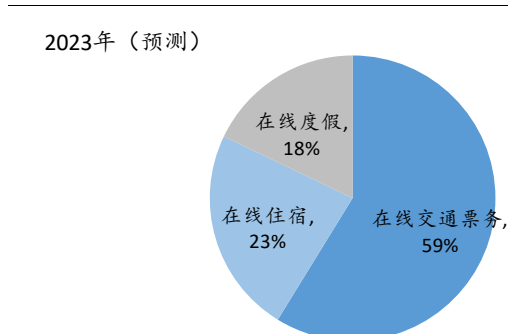
规模测算 2：按品类测算，估算 2023 年在线旅游市场规模 1.8 万亿元，与自上而下基本一致，其中，在线交通票务 1 万亿元，在线住宿 4,200 亿元，在线度假 3,200 亿元，占比分别为 59%、23%、18%。我们将在下文拆分各细分市场的测算。

图表 24：按品类测算在线旅行市场规模



资料来源：国家统计局，民航局，交通运输部，旅智科技，CNNIC，艾瑞，易观，极数，安信国际预测

图表 25：预计交通票务仍为最大在线旅行板块



资料来源：国家统计局，民航局，交通运输部，旅智科技，CNNIC，艾瑞，易观，极数，安信国际预测

在线交通票务市场

在线交通票务市场：火车票为流量入口，机票为利润来源。在线交通票务预订可分为机票、火车票、汽车票、船票等，其中机票预订为线上交易额最大的领域，火车票为线上订单量最大的领域。国内火车票唯一官方订票平台为中国铁路旗下的 12306 平台，OTA 平台销售火车票不收取佣金。对平台而言，火车票订单量大，贡献最主要流量入口，对其他住宿预订、旅游产品等具备引流功能。汽车、船票等上游供应分散，线上渗透率较低。机票预订为平台交通票务的主要收入及利润贡献来源，因而我们主要讨论机票预订市场。

航空公司“提直降代”，代理商持续出清/转型，OTA 官方旗舰店成为航司重要线上直销渠道。

自 1987 年民航体制改革，国有航空公司自负盈亏后，票务代理商对航司拓展销售渠道、提升服务、降低运营成本、提高收入和利润发挥着重要作用，因而发展迅猛，2014 年底国内约有超 7,000 家机票代理商。航空公司给予机票代理的代理佣金模式为“前返+后返”，也即“3+X”模式，其中“前返”佣金率为机票票面价格的 3%，“后返”佣金率根据代理商销售情况在 2%-5% 区间，整体代理佣金约为 5%-8%，销售量大的代理商可达 10% 水平。2010 年之后，随着移动互联网的兴起，各航司陆续布局互联网销售平台，互联网模式具备边际成本优势，航空公司逐步提升直销比例降低“前返”代理费标准。

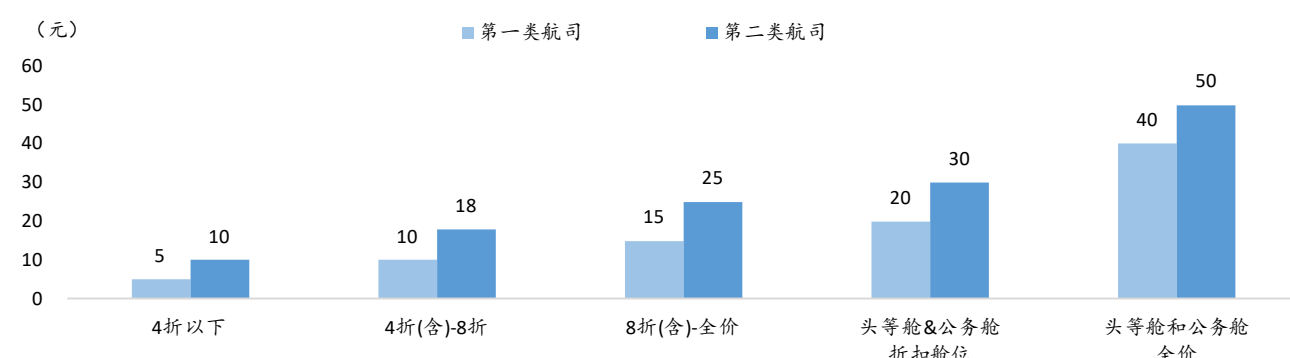
2015 年 5 月，国资委对国航、东航、南航提出“提直降代”目标，要求三大航司在 3 年内将机票的直销比例提升至 50%，机票代理费较 2014 年下降 50%。三大航空公司迅速将 3% 的“前返”降低至零，并发力直销渠道建设，其他航空公司陆续跟进提直降代举措。这个时期，出票量较大的代理商仍有 5%-7% 的“后返”佣金水平。

2016 年 2 月，民航局发布《关于国内航空旅客运输销售代理手续费有关问题的通知》，代理费标准由按销售额比例支付改为按每张客票定额支付，同时规定代理商不得向旅客额外加收服务费，该规定自 2016 年 7 月正式实施，国内航司陆续优化分销渠道，主要包括：

1) 代理费由“后返”佣金模式变更为定额手续费，根据航段数量、客舱折价程度定价，单张机票的代理费用在 5 元-50 元，如第一类航司（含国航、南航、东航、海航等）4 折以下的机票代理费用为 5 元/张，第二类航司（含深航、山航、川航、厦航等）则为 10 元，而 8 折以下机票销售额占比超 90%，机票代理商的佣金收入在“后返”佣金的基础上再次大幅度降低。

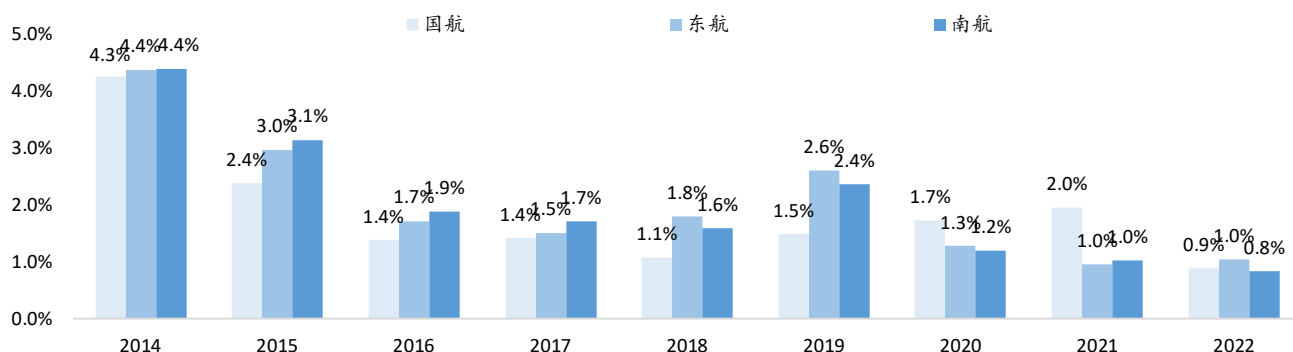
2) 优化代理商，要求代理商需要有自有渠道，如呼叫中心、自营网站等，同时清理供应商在 OTA 平台入驻，其中国航、东航、南航、海航四大航空公司禁止代理人向携程、去哪儿等 OTA 平台供货，中小型航司如厦航、川航、山航、深航等则允许通过“代理商白名单”形式向 OTA 供货。代理商陆续出清，或转型各类服务商。

图表 26: 按照销售客票数量计算代理费执行标准



资料来源:民航局, 环球旅讯, 安信国际 * 第一类航司包括国航、南航、东航、海航等, 第二类航司包括深航、山航、川航、厦航等

图表 27: 三大航司代理费率下降趋势: 从 2014 年>4%降至 2016 年<2%, 2022 年在<1%



资料来源: 公司资料, 安信国际 *代理费率=代理业务手续费/客运收入

OTA 平台为航司提供重要流量入口: 航空公司的直销渠道主要包括: 1) 线下直销渠道: 包括呼叫中心、售票处; 2) 线上直销渠道: 官网、APP、小程序、OTA 旗舰店等。航司在 OTA 平台上线官方旗舰店, 利用平台流量优势, 能快速提升机票的直销占比。在航司的分销渠道中, OTA 向消费者提供各航司机票信息展示、比较功能、销售成本具有优势。截止 2017 年底, 国内主要航司的直销比例均提升至 50% 以上。截止 2022 年底, 国航 APP 累计注册用户 1,600 万人, 体量对比 OTA 平台同程/携程 2.3 亿/1.8 亿的用户体量, 仍有较大差距。

预计 2023 年在线交通票务市场规模 1.05 万亿元, 较 2019 年同期增 27%, 其中机票预订 5,370 亿元 (仅考虑国内航线), 火车票预订 4,240 亿元, 占比分别为 51%、40%。以机票预订为例, 2023 年全年出票量为 5.9 亿张, 假设平均票价 1,000 元/张, 对应机票大盘 5,900 亿元, 消费者线上预订心智成熟, 线上占比 90% 以上, 对应线上规模 5,370 亿元。我们预计未来机票预订仍贡献在线交通票务的主要成交额来源, 线上渗透率仍有小幅提升空间。火车票线上渗透率 2026 年有望提升至 85%+ 水平, 公路及水平中长期线上渗透率有望提升至 20% 以上, 客运量恢复及线上渗透率提升为增长动力。

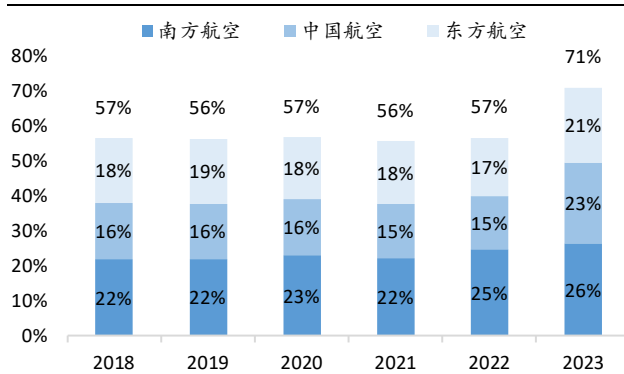
图表 28: 线上出行市场测算: 预计 2023 年/2024 年规模为 1.0/1.2 万亿元

指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
国内交通出行市场	2,238	2,567	1,501	1,400	953	1,778	1,944	2,085	2,233
同比		15%	-42%	-7%	-32%	87%	9%	7%	
国内出行线上规模 (十亿元)	704	835	524	656	453	1,051	1,209	1,370	1,539
同比		19%	-37%	25%	-31%	132%	15%	13%	12%
线上渗透率	31%	33%	35%	47%	48%	59%	62%	66%	69%
飞机 (国内航线)									
出行人次 (百万)	548	586	408	439	250	590	649	708	764
平均票价 (元)	689	758	700	800	950	1,000	1,050	1,103	1,158
收入规模 (十亿元)	378	444	286	351	237	590	682	780	885
线上渗透率	88%	88%	89%	90%	90%	91%	92%	93%	93%
线上规模 (十亿元)	332	391	254	316	215	537	625	722	826
同比	0%	18%	-35%	24%	-32%	150%	17%	15%	14%
占比	47%	47%	49%	48%	47%	51%	52%	53%	54%
铁路									
出行人次 (百万人)	3,375	3,660	2,203	2,612	1,673	3,855	4,240	4,622	4,992
平均票价 (元)	106	115	113	115	129	132	136	139	142
收入规模 (十亿元)	357	420	248	302	215	510	578	643	708
线上渗透率	77%	78%	79%	83%	82%	83%	84%	85%	86%
线上规模 (十亿元)	275	328	196	250	176	424	486	546	609
同比	0%	19%	-40%	28%	-30%	140%	15%	13%	11%
占比	39%	39%	37%	38%	39%	40%	40%	40%	40%
公路									
出行人次 (百万人)	13,672	13,012	6,894	5,087	3,546	4,572	4,572	4,344	4,127
平均票价 (元)	100	120	120	120	120	120	120	120	120
收入规模 (十亿元)	1,367	1,561	827	610	426	549	549	521	495
线上渗透率	6%	7%	7%	12%	13%	14%	15%	16%	17%
线上规模 (十亿元)	82	101	58	73	53	74	80	81	82
同比	0%	24%	-43%	26%	-27%	39%	7%	2%	1%
占比	25%	26%	23%	23%	25%	14%	13%	11%	10%
水运									
出行人次 (百万人)	272	283	280	273	150	258	271	282	290
平均票价 (元)	500	500	500	500	500	500	500	500	500
收入规模 (十亿元)	136	142	140	136	75	129	135	141	145
线上渗透率	11%	11%	11%	12%	12%	13%	14%	15%	16%
线上规模 (十亿元)	15	16	15	16	9	16	18	20	22
同比	0%	4%	-1%	6%	-45%	79%	13%	12%	10%
占比	5%	4%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	3%

资料来源: 国家统计局, 交通运输部, 艾瑞咨询, 易观数据, 安信国际预测 *蓝色标记为假设数据

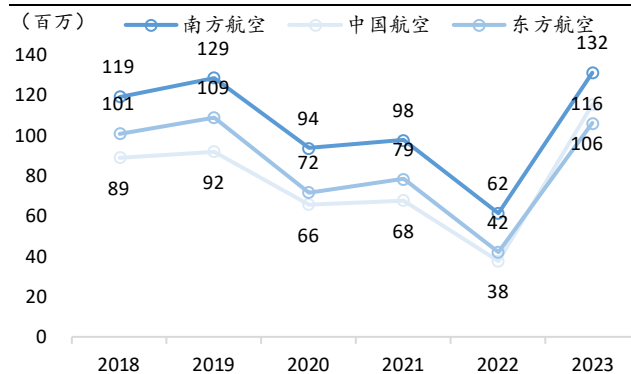
国内航司客运量集中度较高。2023 年，南航、国航、东航累计国内客运量 1.3 亿人、1.2 亿人、1.0 亿人，占民航国内客运量的 26%、23%、21%，CR3 提升至 71%，较过去几年~60%的水平进一步提升。对 OTA 平台来说，机票代理为标准化程度较高的业务，佣金率溢价能力较弱，各类增值服务（如机场服务、保险等）是提升利润率的主要途径。

图表 29：航司 CR3 提升至 71%



资料来源：公司数据，民航局，安信国际 *按国内客运量

图表 30：三大航司国内客运量情况



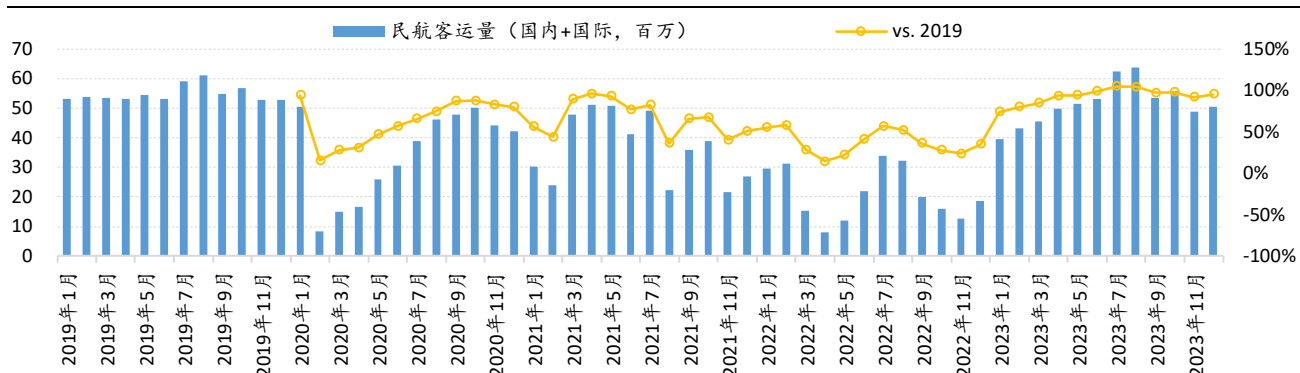
资料来源：公司数据，民航局，安信国际

客运量恢复情况

我们观察民航、铁路、公路、水路客运量对比 2019 年同期的恢复情况，截至 2023 年 10 月，民航国内恢复至 104%，民航国际 55%，铁路 110%，公路 36%，水路 95%。

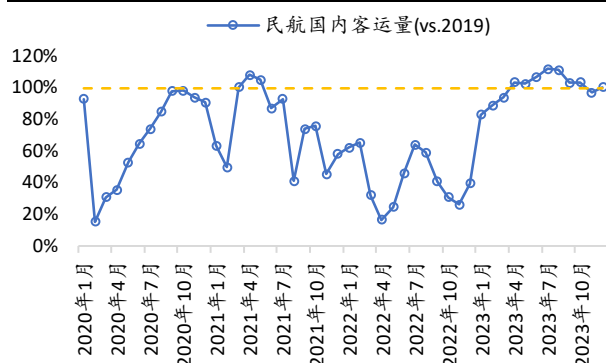
- 1) 民航：**4 月起，民航客运量恢复提速，4 月恢复至 94%，环比提升 9 个百分点，主要受益于国内客运量的恢复。暑期旺季出行需求强劲，7 月/8 月客运量超 6,200 万，为 2019 年同期的 105%/104%，9 月/10 月环比回落，仍有超 5,300 万人量级。国内客运量方面，4 月至今，客运量维持超过 2019 年同期水平，7 月峰值 112%。国际航线客运量恢复受限于航班供给情况，7 月恢复程度提升至 50%+水平，12 月进一步恢复至 63%。文旅部在 1 月、3 月、8 月发布三批恢复出境团队游业务的国家/地区名单，其中第三批次新增 77 个国家，恢复国家增至 137 个，包括热门出境游目的地国际日本、韩国。此外，12 月，中国扩大单方面免签入境政策的国家，包括法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚，有望带动国际客运持续复苏，但完全恢复仍需较长时间。

图表 31：民航客运量走势：2023 年民航客运量呈持续恢复趋势



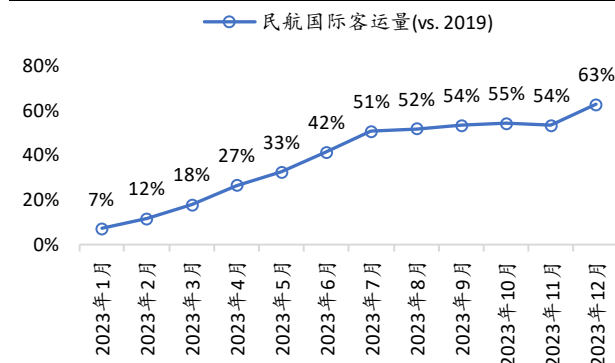
资料来源：中国民用航空局，安信国际

图表 32: 民航国内客运量已超 2019 年



资料来源: 中国民用航空局, 安信国际

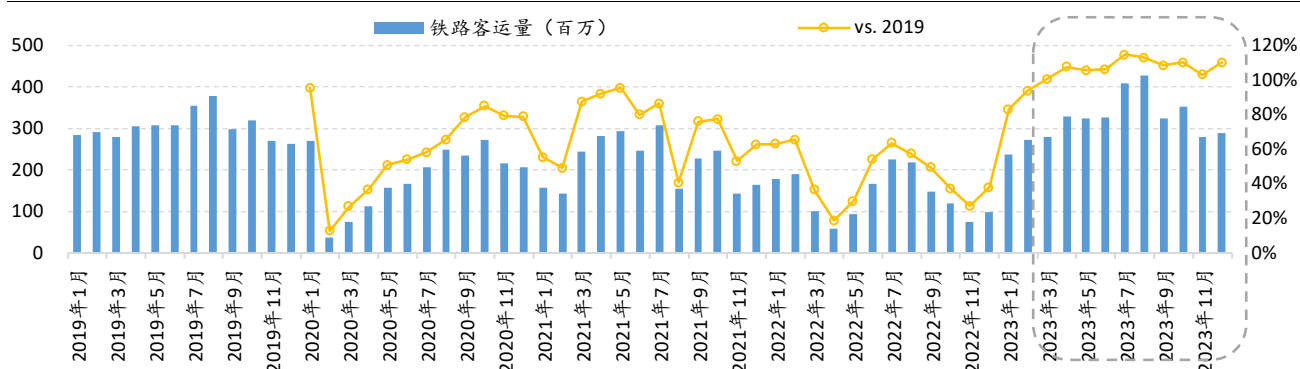
图表 33: 民航国际客运量恢复至 63%



资料来源: 中国民用航空局, 安信国际

- 2) 铁路: 铁路客运 3 月客运量 2.8 亿人, 恢复至 2019 年同期的 101%, 之后维持完全恢复态势, 峰值客运量在 7 月, 超 4 亿人, 恢复至 115%, 10 月客运量超 3.5 亿人。2023 年全年客运量 39 亿人次, 同比增 131%, 较 2019 年增 5%, 预计未来铁路客运仍为旅游出行的最主要交通方式。

图表 34: 铁路客运量恢复情况: 2023 年全年客运量较 2019 年增 5%

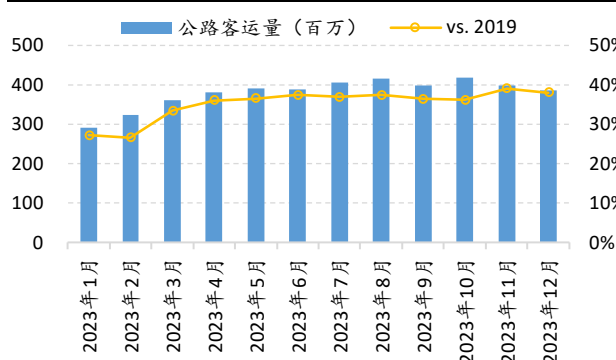


资料来源: 国家铁路局, 安信国际

- 3) 公路: 公路客运自 2014 年起呈现同比下降趋势, 主要因在长途出行受到高铁/飞机分流, 短途出行受到网约车、私家车分流影响。2023 年 3 月起, 客运量呈同比呈增长态势, 但体量仍为 2019 年同期的 40% 以下。我们预计其他出行方式对公路的分流影响仍会持续。

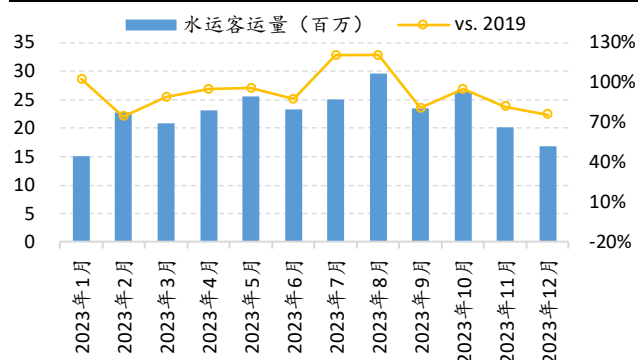
- 4) 水路: 水路客运是反弹最早的出行方式, 2023 年 1 月客运量 1,600 万, 同比增 71%, 恢复至 2019 年同期的 103%, 受益于沿海航运、内河航运均有恢复, 长江干线旅游客运有望恢复到疫情前水平, 全年客运量恢复至 2019 年的 95%。

图表 35: 2023 年公路客运量恢复至约 35%



资料来源: 民航局, 安信国际

图表 36: 2023 年公路客运量恢复至 95%



资料来源: 交通运输部, 安信国际

在线住宿市场测算

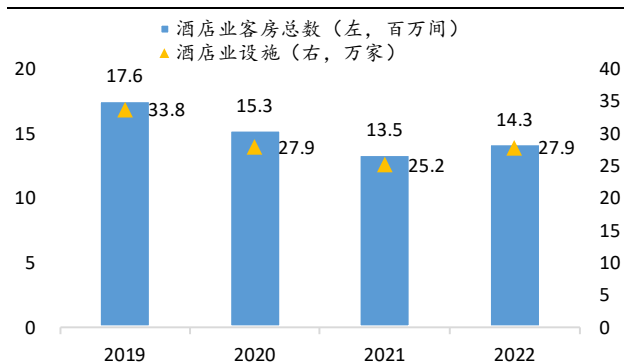
国内酒店业概览

酒店业出清。据中国饭店协会数据,2022 年国内酒店业设施(客房数 15 间及以上的住宿业,含酒店、民宿、青年旅舍、农家乐、客栈等) 27.9 万家,较 2019 年减少 17%。酒店业客房总数 1,430 万间,酒店业客房总数占住宿业客房总数的 93%,数量较 2019 年减少 19%,酒店数量及客房数均呈现行业出清趋势。

酒店连锁率在较低水平,OTA 平台的业务赋能机会较大。2022 年,国内连锁酒店客房总数 550 万间,占酒店业客房总数(也即连锁化率)为 39%,较 2019 年提升 13 个百分点,但对比美国超 70%以上的连锁化率仍有较大差距。非连锁酒店的高占比情况,给予 OTA 平台接入在线住宿预订业务市场机会,凭借技术、流量优势,赋能酒店业数字化转型。

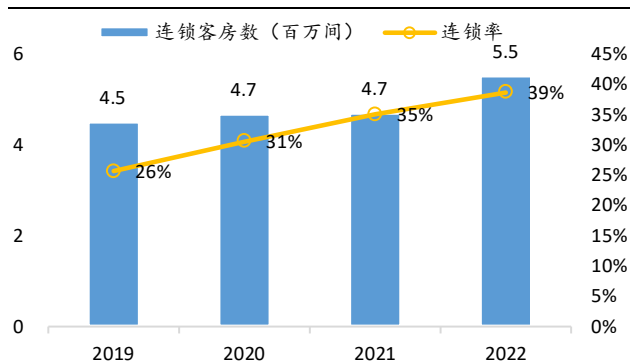
经济型酒店仍是酒店行业的基本盘。2022 年,经济型酒店数量 22.5 万家,客房数 840 万间,在酒店业占比分别为 81%、58%,是行业稳固的基本盘,也是 OTA 平台下沉市场用户及订单量份额争夺的主要阵地。

图表 37: 中国酒店数量及客房总数



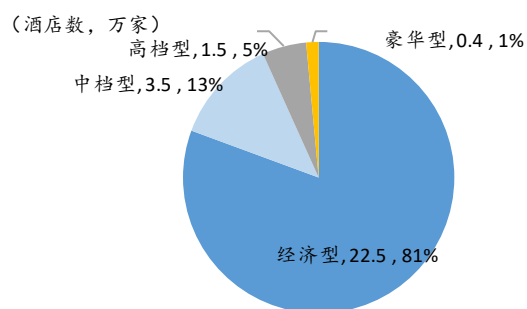
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 38: 2022 年酒店连锁化率为 39%



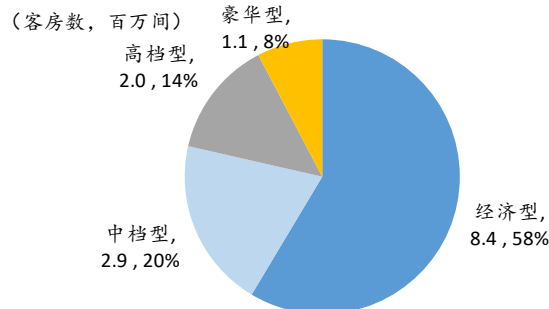
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 39: 经济型酒店数占比 81%



资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 40: 经济型酒店客房数占比 58%

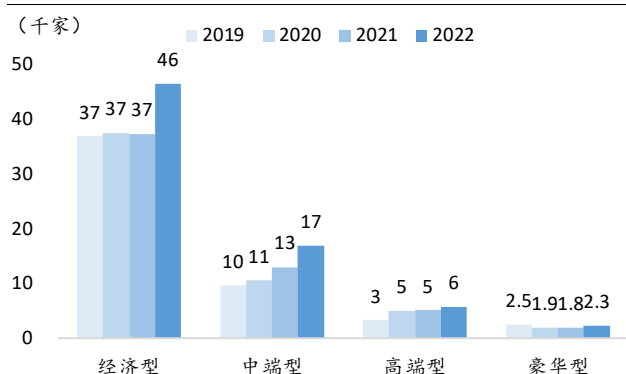


资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

连锁酒店表现分化：中端、高端型客房较 2019 年增速最高，经济型酒店表现平稳。拆分连锁酒店表现，**豪华型**酒店受疫情冲击较大，2020 年豪华型酒店数/客房数同比下降 26%/11%，降幅为连锁酒店各星级中最大。2022 年，豪华型酒店企稳回升，酒店数/客房数同比增 23%/20%，其中名都/君澜酒店客房数同比增 34%/87%。**高端型**酒店在 2020 年逆势增长，酒店数/客房数同比增 52%/43%，客房数 2021/2022 年同比增 20%/26%，维持增长态势，是增量绝对值表现最好的星级酒店，其中亚朵、开元明庭客房数同比增 22%/95%。**经济型**连锁酒店 2020/2021 年客房数同比下降 1%/7%，降幅降为有限，2022 年同比增长 14% 至 250 万，约为中端型/高端型/豪华型同期的 1.6 倍/3.2 倍/3.8 倍。对比 2019 年水平，中端型、高端型酒店客房数增 61%、59%，经济型、豪华型增 5%、2%。

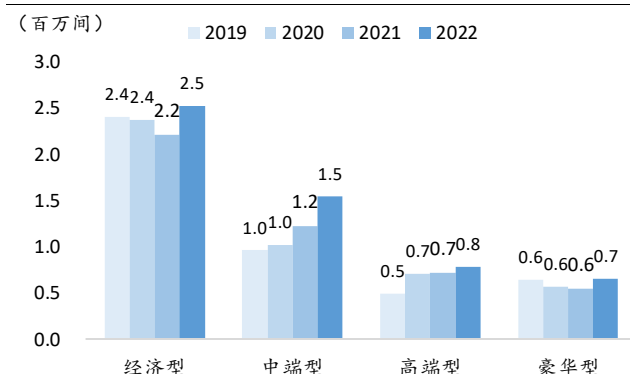
酒店集中度较低，OTA 平台业务机会明显。据中国饭店协会数据，按客房数量计，2022 年酒店 CR3/CR5 集中度为 16.9%/20.4%，对比 2019 年为 9.3%、11.4%，集中度有一定提升，但仍在较低水平，OTA 平台的业务机会较大。

图表 41: 连锁酒店中客房数对比



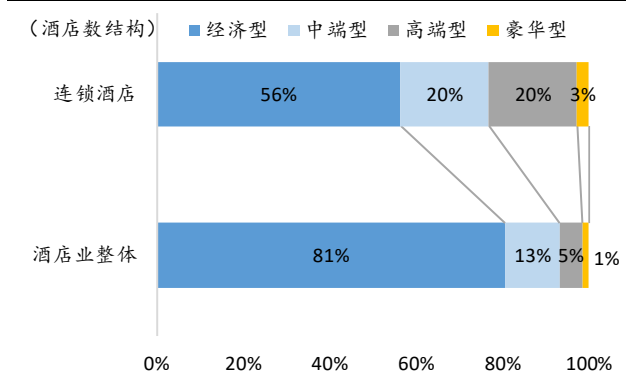
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 42: 2022 年连锁酒店客房数超 2019 年



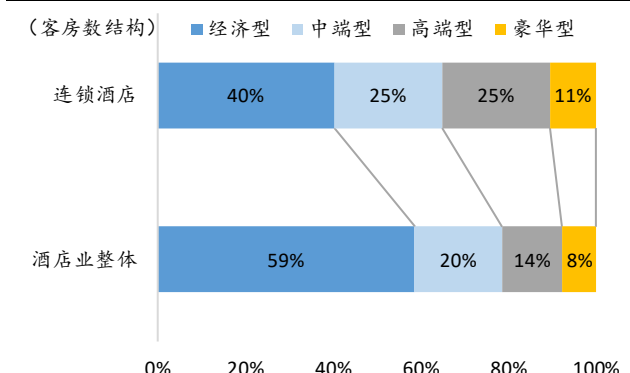
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 43: 经济型连锁酒店数占比 56%



资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 44: 高星连锁酒店客房数占比 36%

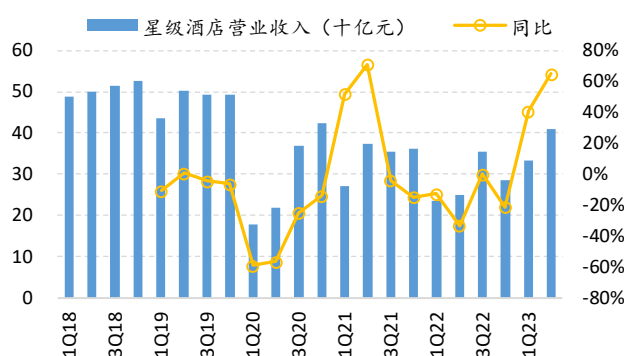


资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

星级酒店经营情况观察

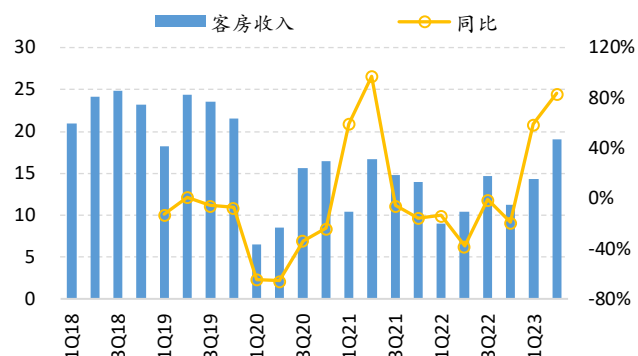
2023 年 2 季度星级酒店客房收入恢复至 2019 年同期的 78%。中国饭店协会公布星级酒店季度数据，对观察酒店业经营情况有较好导向作用。2023 年 2 季度，星级酒店营业收入 410 亿元，同比增 65%，为 2019 年同期的 81%，对比 2022 年全年恢复进度为 62%，呈逐步恢复态势。拆分营业收入结构，2 季度客房收入 191 亿元，恢复至 2019 年同期的 78%，同比增 84%，收入增速快于餐饮、商品销售收入，收入占比提升至 47%，对比餐饮收入/商品销售收入占比 39%/15%。

图表 45: 2Q23 星级酒店营业收入同比增 65%



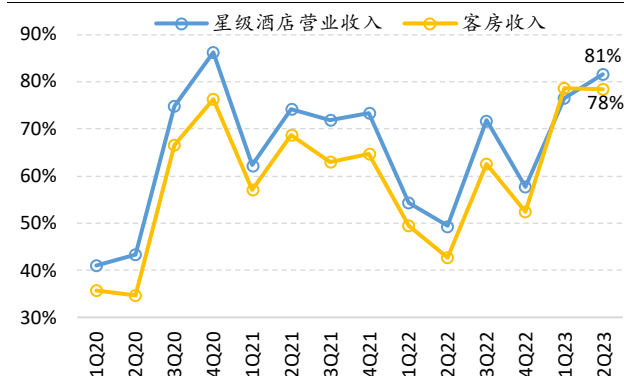
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 46: 2Q23 星级酒店营业收入同比增 78%



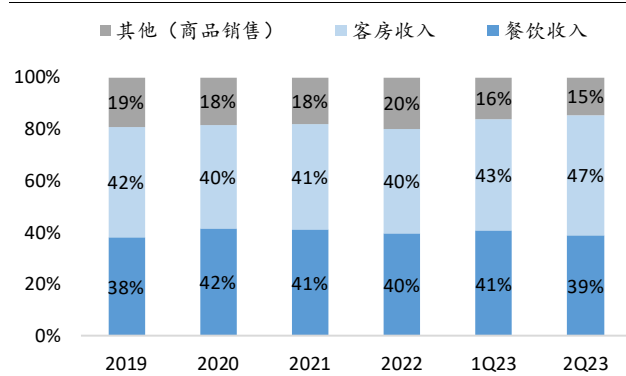
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 47: 2Q23 星级酒店收入恢复至 81%



资料来源: 中国饭店协会, 安信国际 *较 2019 年同期恢复情况

图表 48: 2Q23 星级酒店客房收入占比 47%



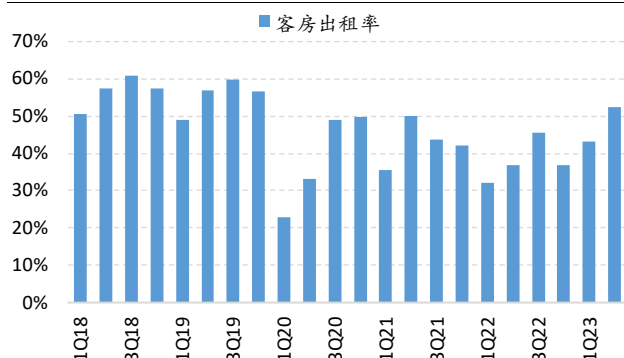
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

酒店经营的核心指标主要有: 1) 平均入住率 (Occ: Occupancy), 即已出租客房数/可出租客房总数; 2) 已售客房平均房价 (ADR: Average Daily Rate), 即客房收入/已出租客房数; 3) 每间可供出租客房收入 (RevPAR: Revenue Per Available Room), 即客房收入/可售客房数, 也等于 Occ×ADR。

高星酒店出租率恢复更快。2Q23 星级酒店平均客房出租率为 52%, 同比/环比提升 16 个/9 个百分点, 较 2Q19 低 4 个百分点。高星酒店出租率表现更优, 五星酒店入住率为 60%, 接近 2Q19 水平 (62%), 四星酒店入住率 52%, 已经超过 2Q19 水平 (56%)。三星酒店 (对应经济型酒店) 的入住率在复苏通道, 但完全复苏仍需时间。

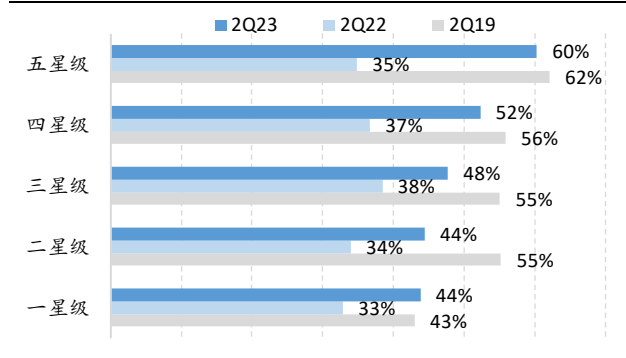
经济型及低星酒店 ADR 完全恢复。2Q23 星级酒店平均 ADR 为 374 元, 同比增 25%, 恢复至 2019 年同期的 102%, 其中经济型酒店 ADR 为 229 元, 同比增 10%, 基本恢复至 2019 年水平, 二星/一星酒店 ADR 较 2019 年同期有 8%/57% 的增长。

图表 49: 2Q23 星级酒店平均出租率为 52%



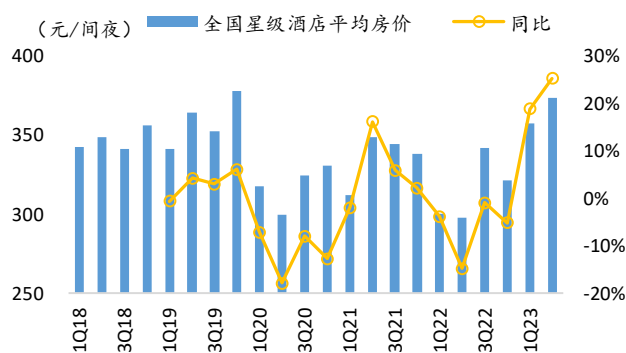
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 50: 高星酒店出租率恢复表现更优



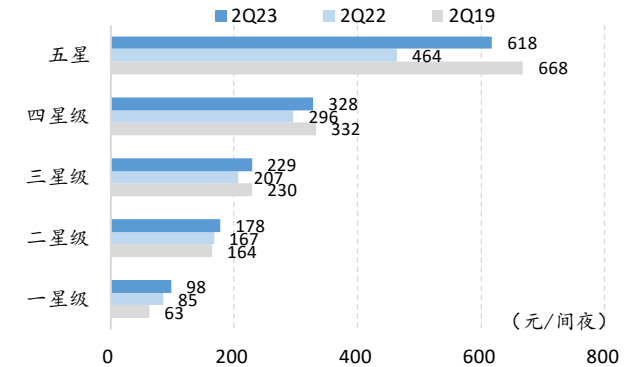
资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 51: ADR 已超过 2019 年同期水平



资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

图表 52: 经济型及低星级酒店 ADR 完全恢复



资料来源: 中国饭店协会, 安信国际

在线酒店规模估算

预计 2023 年在线酒店交易规模超 4,200 亿元。在线住宿预订主要包含酒店、民宿预订。酒店贡献主要成交额, 外民宿规模较小, 但在周边游/小众游旅行趋势带动下呈高速增长态势。我们估算 2023 年线上酒店住宿规模 4,170 亿元, 同比增 87%, 高于 2019 年水平。以 2022 年数据为例说明我们的估算逻辑, 据中国饭店协会数据, 2022 年国内酒店业设施 27.9 万家, 客房总数 1,430 万间。我们参考星级酒店同期的平均入住率、已售客房平均房价, 估算酒店业整体客房收入 3,720 亿元 (基于 Occ 38%, ADR 186 元), 基于 60% 渗透率假设, 估算线上酒店规模 2,230 亿元。我们预计 2023 年 Occ 提升至 53% (对标 2 季度星级酒店 Occ 恢复至 52%), ADR 提升至 200 元, 渗透率提升至 69%, 线上规模超 4,000 亿元量级。中长期线上渗透率有望提升至 75% 以上, 受益于 OTA 平台用户心智强化、酒店自有平台稳步推进。

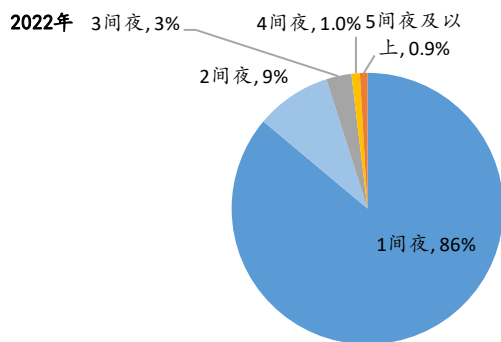
图表 53: 在线住宿预订市场规模测算: 预计 2023 年在线酒店预订规模超 4,200 亿元

指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
酒店数量 (万家)	34	28	25	28	31	34	37	40
同比		-17%	-10%	11%	10%	9%	9%	8%
酒店客房数量 (百万间)	18	15	13	14	15	16	17	18
同比		-13%	-12%	6%	8%	6%	5%	5%
平均入住率 (Occ, %)	60%	44%	47%	42%	53%	55%	56%	57%
平均客房价 (ADR, 元/间夜)	206	183	196	186	200	210	221	232
同比		-11%	7%	-5%	5%	5%	5%	5%
每间可供出租客房收入 (RevPAR, 元/间夜)	124	81	92	78	107	116	123	132
同比		-35%	14%	-15%	37%	8%	7%	7%
客房收入规模 (十亿元)	732	400	402	372	601	688	776	869
同比		-45%	0%	-8%	62%	15%	13%	12%
线上住宿收入规模 (十亿元)	293	172	233	223	417	482	558	643
渗透率	40%	45%	58%	60%	69%	70%	72%	74%
同比		-41%	36%	-4%	87%	15%	16%	15%

资料来源: 国家统计局, 中国饭店协会, 艾瑞咨询, Fastdata, 安信国际预测 *蓝色标记为假设数据

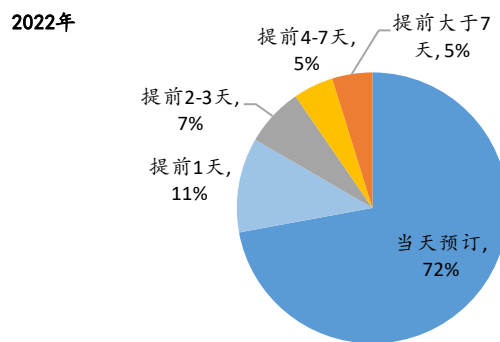
酒店预订时间窗口短。我们观察消费者酒店预订习惯, 据智旅科技数据, 2022 年, 酒店预订中, 1 间夜订单占比 86%, 当天预订订单占比 72%, 反应消费者酒店预订的决策链条及预订时间窗口较短, 也反应酒店预订的强本地属性, 出游旅客更倾向于抵达目的地后再预订酒店。在这种消费习惯下, OTA 平台的酒店直连能力、日历房功能, 对于业务开展具备关键意义。

图表 54: 酒店预订 1 间夜占比 86%



资料来源: 智旅科技, 安信国际

图表 55: 酒店预订时间窗口较短



资料来源: 智旅科技, 安信国际

在线旅游主要玩家及竞争格局

在线旅游发展历程

在线旅游发展历程: 经过二十多年的发展, 国内在线旅游行业已经进入成熟阶段。每个发展阶段, 均有新玩家入局, 平台竞争优势取决于供应链建设、差异化服务、用户覆盖等方面。

兴起 (1999-2004): 随着互联网兴起, 1999 年, 艺龙、携程在相继成立, 开启线上旅游业务探索, 并取得快速突破。2002 年 3 月, 携程当月交易额突破 1 亿元, 2002 年携程全年收入突破 1 亿元。2003-2004 年, 携程、艺龙先后在纳斯达克上市。携程于 2003 年 12 月在纳斯达克上市, 市值约 5 亿美元, 艺龙于 2004 年 10 月, 纳斯达克上市, 市值约 2 亿美元。同期成立的其他旅游网站包括同程、华夏旅游网、中青旅在线等。

业务拓展 (2005-2009): 该阶段, 携程、艺龙持续拓展业务模式, 并通过收购分销商拓展业务区域覆盖。携程在 2008 年正式启用南通呼叫中心, 以互联网+话呼叫中心方式进行订单预订; 艺龙收购酒店预订公司 LOHOO。另外, 各类旅游垂类平台 (资讯/旅游搜索/度假产品/服务商等) 陆续上线, 如去哪儿、途牛、驴妈妈、悠哉旅游网等。

快速发展&行业整合 (2010-2015 年): 随着移动互联网的兴起, 旅行平台布局移动端。此外, 各互联网平台相继布局在线旅游业务, 例如百度通过投资去哪儿 (2011 年 6 月, 持股 62%, 3.06 亿美元, 成第一大股东), 腾讯/京东战略投资艺龙, 阿里 2010 年推出淘宝旅行 (2014 年更名为阿里旅行·去啊, 2016 年更名为飞猪)。在这一阶段, 在线旅行用户覆盖快速拓展, 从 2012 年 6 月的 4,300 万快速增加至 2016 年的 3 亿人。2012 年, 各平台争夺市场份额, 纷纷加入价格战, 行业进入激烈竞争及加速整合阶段, 携程凭借先发优势及资金实力, 在 2014-2015 年期间, 先后战略投资多家在线旅游平台。2015 年 5 月, 携程战略收购艺龙 37.6% 的股份 (交易对价 4 亿美元)。2015 年 12 月, 携程通过与百度股权置换合并去哪儿, 成为中国规模最大的 OTA 平台。

稳定期 (2016-2019 年): 2016 年之后, 站稳国内 OTA 龙头的携程, 加大国际化布局, 先后战略入股印度在线旅游平台 MakeMyTrip, 收购英国旅行搜索平台天巡 (Skyscanner)。与此同时, 美团通过本地生活及团购业务切入酒旅赛道, 并在下沉市场酒店预订取得快速发展。据 Fastdata 数据, 2018 年 3 季度, 美团国内酒店间夜量首次超过携程、去哪儿、同程艺龙总和, 成为国内间夜量份额第一的平台, 其 2018 年全年间夜量 2.84 亿, 同比增 38%。从线上旅游交易总额看, 携程 (含去哪儿) 市场份额领先。

新玩家入局 (2020 年至今): 随着短视频平台用户规模及使用时长增长, 短视频平台也凭借流量优势, 探索酒旅业务。抖音在 2018 年开始与携程、美团等平台合作, 通过小程序提供预订服务; 2020 年开始邀请酒旅商家入驻平台, 2022 年酒旅 GMV 实现同比 12 倍增长。今年以来加快布局, 5 月上线“日历房”预订, 7 月将酒旅业务升级为与到店业务平行的部门。

快手布局晚于抖音，先后与同程艺龙、美团达成战略合作，目前仍主要以小程序链接合作伙伴供应链资源。此外，内容社区如小红书从内容种草出发，推出酒旅类预订业务，并尝试搭建交易闭环。

在线旅游产业链

从产业链角度看，上游为旅游资源供应商，包括各类酒店、航空公司、景区、度假区等。中游为旅游产品分销渠道，可分为线上、线下渠道，也可分为代理、直销渠道，其中线上渠道可进一步分为 B2B、B2C 平台，前者发挥批发商及分销商的渠道作用，后者直接面向消费者。此外，产业链也包含内容营销、支付服务、目的地服务、金融服务等各项支持性服务提供商。

OTA 为重要线上分销渠道，内容平台向产业链上游延伸。OTA 平台聚合上游旅游资源、中游分销商/代理商资源，触达平台消费者。此外，内容营销平台也逐步向产业链上游延伸，通过协助商家打造短视频、直播爆款内容，激发用户旅游兴趣并下单转化，一定程度争夺 OTA 市场份额。

图表 56:旅游产业链：OTA 平台为重要线上分销渠道



资料来源:公司资料, 艾瑞咨询, 环球旅讯, 安信国际

在线旅游玩家

OTA 平台模式具有差异化，其中 1) 自营模式：从航司、酒店、旅游集团等采购票务、住宿预订、度假产品，通过系统直连等方式，消费者可在 OTA 平台预订订单后，平台快速和旅游资产供应商确认。携程、去哪儿、美团的自营模式占比更高；2) 平台模式：邀请旅游供应商入住平台开官方旗舰店，平台赚取佣金，代表公司如飞猪。此外，垂类赛道玩家包括马蜂窝、途牛等。

携程：OTA 先行者及领导者，中高客群心智稳固。2018-2020 年，携程连续三年位列全球 OTA 平台交易规模第一，2019 年 GMV 为 8,650 亿元。经过超 20 年的能力建设和投资布局，已构建成熟领先的一站式在线旅行服务能力，旗下品牌包括携程旅行（商旅/中高客群）、去哪儿（年轻用户）、Trip.com（国际 OTA 业务）、Skyscanner（国际机票），并通过同程旅行分销下沉市场酒店库存。

同程旅行：国内用户规模最大的 OTA 平台，下沉市场优势明显。截止 3Q23，同程平台 12 个月付费用户 2.2 亿人，渗透 50% 在线旅行用户（4 亿，CNNIC），MAU 2.8 亿，是国内规模最大的 OTA 平台。同程全场景流量 80% 来自微信小程序，腾讯为第一大股东，战略合作涉及流量支持、营销、技术、支付等，其中支付&旅游资源销售框架协议已于 2023 年 10 月

第2次续约，现有合作有效至2027年，现有营销推广及流量支持合作协议有效期至2024年7月，续约可能性高。公司也积极布局线下门店、服务点、拓展手机厂商预装合作，流量优势有望维持稳定。

美团：聚焦本地生活住，低星酒店供给具备优势，间夜量领先。2013年，美团从团购业务切入酒店预订，2014年，成立酒店事业部，凭借高效的地推团队，拓展酒店商户覆盖。根据公司披露数据，2017年，美团酒店预订交易额365亿元，间夜量2亿。据Trustdata数据，2018年3月，美团酒店间夜量达2,270万，首次超过携程、去哪儿、同程艺龙总和，得益于低星酒店的拓展。据美团数据，2019年4季度，美团高星酒店间夜量占比提升至13%（单季度间夜量1,400万），逐步从低星酒店向高星酒店延伸。此外，美团依托本地业务能力，在景区门票也维持市占率领先。

飞猪：出境游占比高。出境自由行、境外本地游玩等领域有优势，从交易平台向履约平台转型，投资和战略收购深入布局上游供应链。

新玩家：短视频/内容社区切入酒旅业务，目前主要以兴趣/种草为主，抖音布局较其他新平台深入，是当前OTA平台的最大新竞争对手。

抖音：从OTA平台的流量合作到布局酒旅业务。2018年起，抖音就与美团、携程、同程等合作。2022年，抖音从商户侧和达人侧布局，入驻酒旅商家增192%，酒旅达人订单增862%。2023年5月，上线日历房功能，6月推出酒旅大促IP“好好旅行节”，7月将酒旅业务升级为本地生活一级部门，与到店业务平行，在旅游强复苏的背景下发力酒旅业务。据抖音披露数据，2023年，抖音本地生活GMV同比增256%（约为2,740亿元），我们根据专家数据估算酒旅GMV占比约为25%，对应全年酒旅GMV为685亿元。

快手：与OTA合作提供景点门票/度假产品预订服务。2023年9月、2024年1月先后与同程旅行、携程达成战略合作，同程旅行及携程通过快手小程序，为快手用户提供景点门票、度假线路服务。此外，快手内容创作者计划扶持文旅内容，据快手披露，平台酒旅创作者超35万，占平台整体创作者（2,200万）的1.6%；旅游互动用户超2.2亿，占平台月活（6.8亿）的32%。

小红书：内容种草平台拓展文旅UGC内容。2023年，平台旅游笔记发布量增273%，内容包括路线攻略、旅游见闻等。我们认为，当前文旅内容对小红书的意义更多在于对用户搜索心智培养、用户粘性提升。

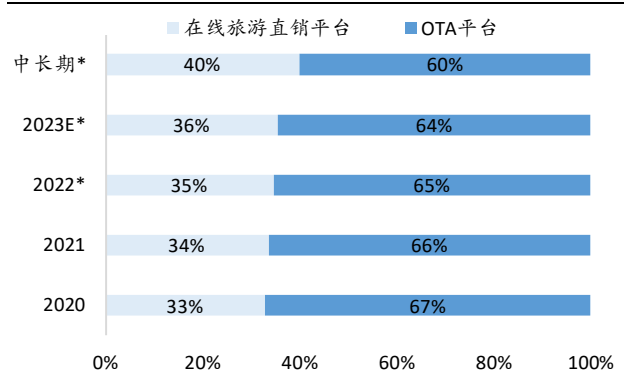
东方甄选：直播电商拓展文旅品类。2023年7月，东方甄选正式开启“旅游直播+文化讲解+特产带货”模式，12月，在东方甄选App上线文旅产品，意向合作企业超100家，涉及酒店预订、旅游度假产品、景点门票等。

在线旅游竞争格局分析

我们对在线旅游最新竞争动态及中长期格局的看法：1)OTA占比约为60%，或有小幅下降；2)传统OTA在机票、酒店的供给优势短期难以被新玩家撼动，短视频/社区平台的份额增量或更多在旅游度假产品。

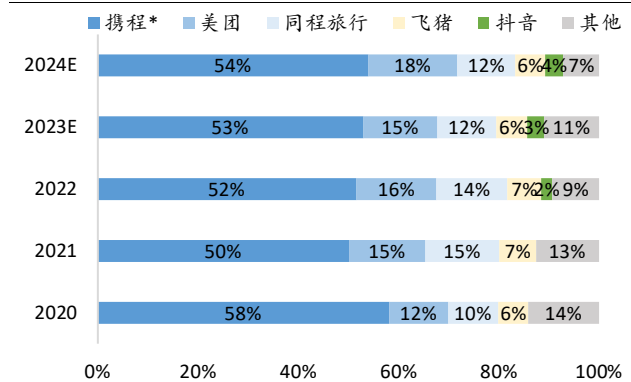
预计中长期OTA：直销平台份额占比6:4。在线旅行市场参与者主要包括：1)直销平台：航司、酒店等自建在线直销平台。2)OTA平台（Online Travel Agency，在线旅行社）：通过互联网平台向消费者提供交通票务、酒店、旅行产品预订、及各类旅行增值服务。据Fastdata数据，按GMV计，2020年/2021年OTA平台占在线旅游市场的67.1%/66.4%，直销平台占比32.9%/33.6%。从中长期看，我们预计，随着航司、酒店等加大对App、小程序等自有渠道建设，OTA市场份额占比或有小幅下降，但OTA旗舰店仍为航司及酒店的重要直销渠道，中长期OTA：直销平台份额占比或为6:4。

图表 57: OTA 及直销平台份额占比



资料来源: Fastdata, *安信国际预测

图表 58: 平台份额对比 (GMV 口径)



资料来源: 文旅部, Fastdata, 安信国际估算及预测 *携程包含去哪儿

传统 OTA 平台的优势体现在: 1) 供应链优势: 经过数十年的运营积累, 机票、酒店等供应链布局较为深入, 与各供应商的合作稳定, 供给的丰富度, 且确定性高; 2) 用户心智稳固: 交易链路完整, 服务能力强, 核心用户复购率高, 用户心智稳定。

短视频的优势在: 1) 打造爆款产品的能力: 中心化算法推荐利好打造爆款旅游产品, 或更多侧重新品牌/高端度假产品, 机票和酒店预订业务起量取决于在供给侧的布局进度; 2) 可转化的潜在用户规模大, 抖音/快手 2023 年旅行兴趣用户超 4 亿/2 亿。**未来业务进展取决于:** 1) 核销率提升情况: 酒旅产品履约周期长, 目前核销率仍较低, 抖音达人直播的酒旅产品核销率 5%; 2) 供给建设: 供给的丰富度及服务质量是影响用户复购率的关键因素。

预计携程仍将维持份额绝对领先优势。据 Fastdata 数据, 2020 年/2021 年, 携程(含去哪儿)国内的市场份额为 58%/50%, 我们预计在旅游业复苏, 行业进入稳定增长的阶段, 补齐内容营销能力、布局旅游大模型, 携程的供应链优势对订单和交易额增长具有放大效应, 市场份额有望维持绝对领先地位。我们预计短视频平台份额提升或最先体现在度假产品套餐, 估算 2023 年/2024 年抖音份额为 3%/4%, 中长期潜力有望提升至高个位数。

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010