



中资 OTA 平台国际化起航，逐鹿东南亚

—— 行业深度报告

社会服务行业首席分析师：顾熹闽

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

中资 OTA 平台国际化起航，逐鹿东南亚

2024 年 08 月 23 日

核心观点

- **以 Booking 为鉴，平台出海造就全球 OTA 龙头地位。**受益于自 2004 年开展的一系列并购活动，Priceline（Booking 前身）成功将业务拓展至 OTA 化率处于快速提升阶段的欧洲市场，并由一家美国 OTA 平台成长为全球 OTA 行业龙头。自 2006 年 Priceline 完成与 Active Hotels 和 Booking 合并，并更名为 Booking.com，公司营收由 2006 年的 11 亿美元增长至 2023 年的 214 亿美元，其中 88% 来自国际市场，净利由 7 千万美元增长至 43 亿美元，推动市值由 2006 年的不足 20 亿美元增长至目前的 1263 亿美元，PE 中枢稳定在 23X-37X 水平。我们认为，Booking 出海策略的成功，有赖于对目标市场需求与 OTA 化率提升路径的判断，以及合适的进入策略，尤其是对流量与供应链两大核心要素的深入理解，使其在进入欧洲市场时选择合适标的进行并购，极大提升了出海策略的成功概率。
- **国内 OTA 行业当前增长稳健，未来渗透率仍有提升空间。**受益于政策鼓励行业数字化发展，以及疫情期间中老年客群形成的线上旅游预订习惯，疫后中国旅游行业的 OTA 化率持续上行。我们预计未来受益于住宿业的 OTA 化率进一步提升，2026 年国内在线旅游市场 GMV 将由 1.6 万亿增长至 2.9 万亿，占国内旅游市场收入比重由 33% 提升至 39%，CAGR~22%，在当前 OTA 行业竞争格局较为稳定的背景下，龙头携程、同程国内业务仍将保持较好增长。
- **国际市场业务增量空间可观，龙头出海已有成效。**借鉴海外龙头发展路径，当前国内 OTA 平台出海目的地以亚太市场为主，尤其在东南亚市场，地区经济活力，以及仍有较大提升空间的 OTA 化率，均为国内 OTA 平台提供可观发展空间。以行业龙头携程为例，自 2016 年以来，公司通过收购 Skyscanner 和 Trip.com 等海外在线旅游平台、供应链资源进行国际业务布局，目前 Trip.com 在亚太多国市场份额领先。截止 2Q24，公司国际业务同比+70%，占总营收约 10.5%，已连续年内保持高速增长，公司预计未来国际营收占比有望提升至 15%-20%。
- **投资建议：**参考 Booking 发展路径，在国内业务稳健增长基础上，海外业务拓展是提升公司增长动能的关键。目前携程海外布局完善，Trip.com 在多个国家已具备领先市场份额，同程亦加快出境游业务发展并在香港开设国际 OTA 平台业务。基于新业务带来的广阔成长空间，我们预计携程与同程的估值中枢中期有望向海外龙头水平收敛，当前估值仍有提升空间。
- **风险提示：**宏观经济的风险；业务拓展不及预期的风险；汇率波动风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
携程	9961.HK	15.19	17.34	21.41	18.28	20.83	17.26	推荐
同程	0780.HK	0.69	0.85	1.17	20.93	16.38	11.93	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

OTA 行业

推荐 首次评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

相对沪深 300 表现图

2024-08-22



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河社服】公司点评：同程旅行 (0780.HK)：Q2 业绩符合预期，折扣回收促利润率提升

目录

Catalog

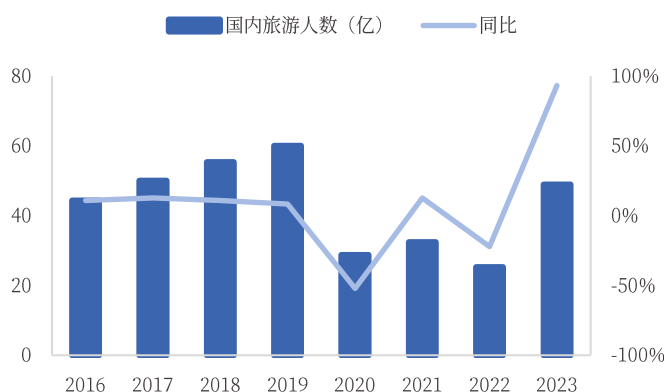
一、国内 OTA 行业增长稳定，渗透率仍有提升空间	4
(一) 国内出游需求仍具韧性，新兴客群、目的地贡献增量	4
(二) OTA 行业复苏领先旅游大盘，龙头企业表现出色	7
(三) 国内市场仍有增量空间，住宿板块和低线城市助力行业增长	9
(四) OTA 行业竞争格局企稳，新兴平台影响有限	12
二、以海外龙头为鉴，出海开辟新空间	14
(一) Priceline：瞄准欧洲市场潜力，通过并购整合成为全球 OTA 龙头	14
(二) 中国 OTA 平台出海进行时，增量空间可期	21
三、投资建议	25
(一) 从 Booking、Expedia 看海外龙头估值体系	25
(二) 国内 OTA 平台：国际业务潜力可观，估值仍有提升空间	27
(三) 投资建议	28
四、风险提示	29

一、国内 OTA 行业增长稳定，渗透率仍有提升空间

（一）国内出游需求仍具韧性，新兴客群、目的地贡献增量

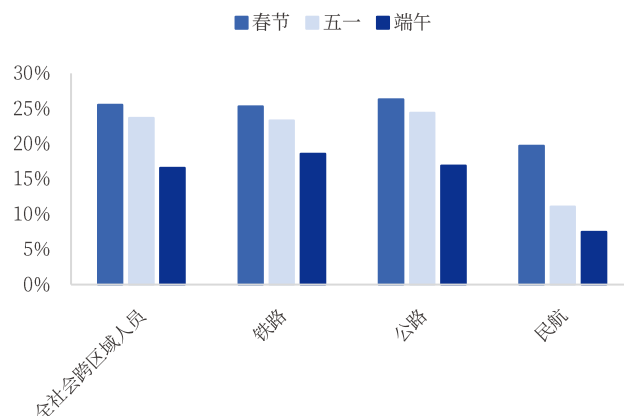
2024 年国内旅游市场增长仍具韧性。据文旅部统计，2023 年全年旅游人数达 48.9 亿人次，同比增长 93.3%，恢复至 2019 年同期的 81.4%；旅游收入达 4.9 万亿元，同比增长 140.3%，恢复至 2019 年同期的 85.7%。2024 年旅游市场继续火热，各黄金周出行人次和旅游消费均已超越 2019 年同期水平。最新数据显示，2024 年五一黄金周期间，共 2.95 亿人次出行，累计消费 1668.9 亿元，较 2019 年分别增长 7.6%/12.7%。交通运送量全面恢复，2024 年春节、五一假期期间，全社会跨区域人员流动量、铁路、公路、民航运输量大幅超越 2019 年同期水平，端午假期虽受高考影响，但较 2019 年相比仍实现正增长。

图1：国内旅行人数统计



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

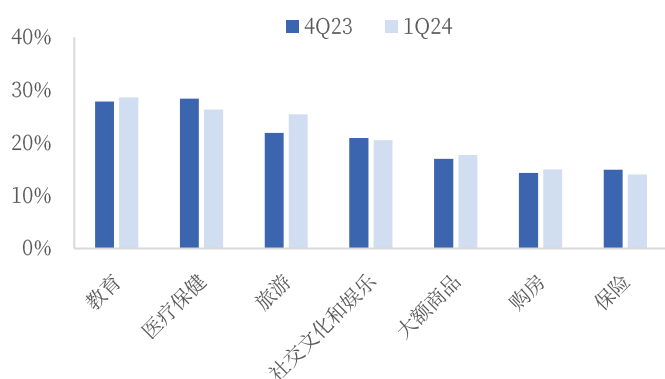
图2：2024 年国内假期出游人数较 2019 年增长率



资料来源：交通部，中国银河证券研究院

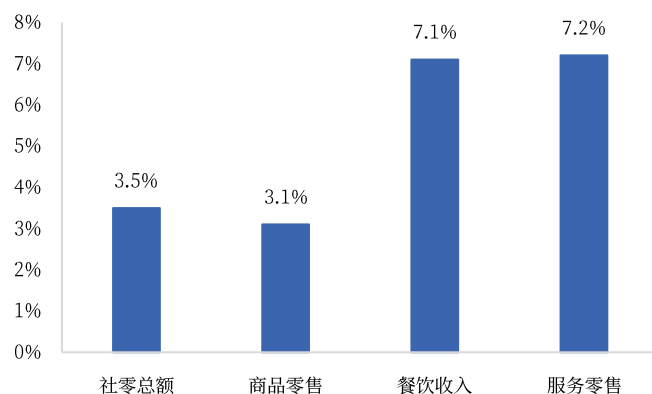
国内旅游市场景气延续的底层逻辑：1）精神消费占优，情绪与社交价值并存。1Q24 国内出游人次 14.2 亿/同比+16.7%，国内游客出游总花费 1.52 万亿元/同比+17.0%。从央行 1Q24 对城镇储户调查数据看，旅游消费在未来 3 个月增加支出项的选项中排名第三，且期望增加支出的人数环比 4Q23 提升。我们认为，疫后以旅游、盲盒、彩票为代表的精神消费表现显著强于消费大盘，其本质原因是此类消费品通常兼具情绪价值与社交价值。同时，旅游消费频次低、支出/预算更为可控的特征，在当前宏观环境下更加匹配消费者需求。

图3：未来三个月准备增加支出的项目



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

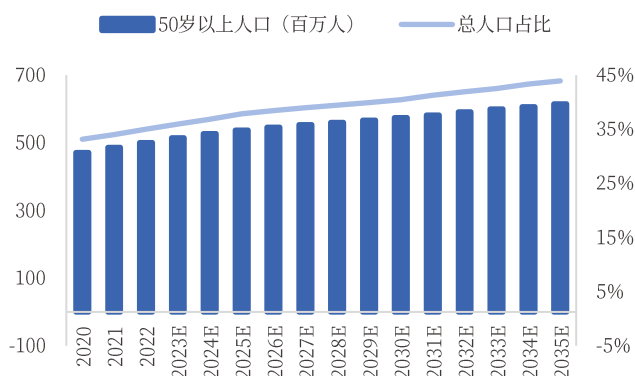
图4：1-7月社零细项增速（按类别）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

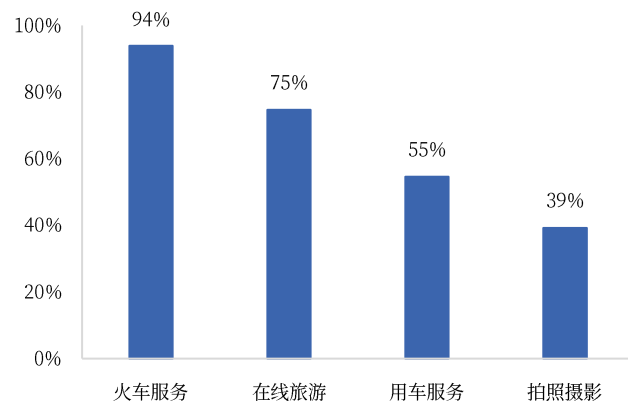
2) 代际更替驱动：银发经济和 Z 世代人群人群贡献增量。一方面是，中国老年人口规模的增长与社会保障制度的完善，推动老年群体在旅游消费中的贡献逐步提升。另一方面是老年群体的互联网普及率逐步提升。据中国旅游研究院数据显示，2021 年 45-64 岁人群出游达 9.02 亿次，占整体出游人群的 27.8%，已成为中国旅游市场体量最大的出游人群。QuestMobile 数据则显示，截至 2023 年 9 月，50 岁以上人群在全网占比 26.5%，同比+1.3pct，老年群体在各类 APP 的使用率均在提升且主要以出行服务相关。此外，对消费和宏观群体更乐观的 Z 世代群体，尤其是城镇 Z 世代，展现出了更高的消费意愿，该部分人群对旅游消费的偏好显著高于其他客群。

图5：中国 50 岁以上人口增长趋势



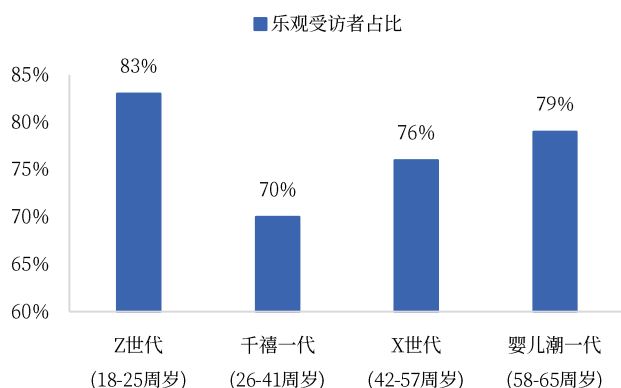
资料来源：联合国，中国银河证券研究院

图6：2023 年 9 月银发人群对互联网二级行业使用规模同比增速



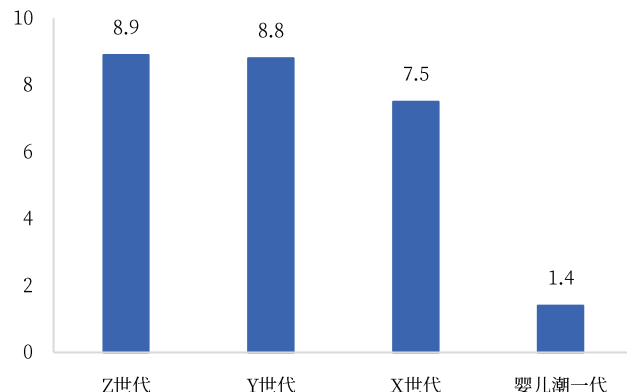
资料来源：QuestMobile，中国银河证券研究院

图7：不同消费群体对宏观经济信心程度



资料来源：麦肯锡咨询，中国银河证券研究院

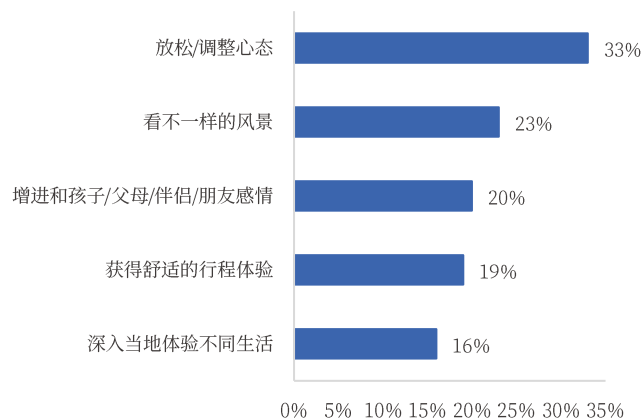
图8：2024-2034 各年龄段人群消费增量空间预测（万亿美元）



资料来源：世界数据实验室，中国银河证券研究院

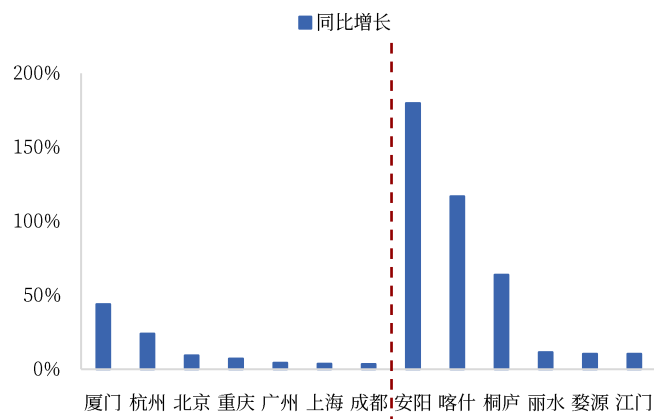
3) 理性消费趋势及旅游基础设施完善，低线城市旅游需求持续增长。低线城市旅游相较于高线城市旅游成本较低，同时商业化程度较低为游客提供独特的旅游体验，叠加国内不断完善的高铁、高速交通网络，因此其旅游需求自 2023 年下半年以来实现较快增长。从数据上看。携程 2024 年五一假期公司旅游订单下沉趋势明显，一、二线城市旅游订单同比增速小于三、四线城市，三、四线城市增速则小于县域市场。同程和 Questmobile 数据趋势均与携程保持一致，三线及以下城市旅游人次增速明显高于典型热门旅游城市人次增速。从暑期市场看，低线城市高增的趋势仍在延续，携程预计暑假五线城市旅游订单同比+34%，县域旅游订单同比+22%，均高于一线及新一线城市增速。此外，需求端的提升也促进了供给端的发展，据携程统计，去年 12 月至 5 月以来，我国 10 个省级行政区共新增了 127 家 4A 级景区，其中 65%均位于县城及县级城市，地方政府重视旅游业对经济的拉动效应，相应出台的各类文旅惠民措施，也为低线旅游市场增长带来帮助。

图9：2023 年旅游的意义排名前五



资料来源：2023 腾讯旅游人群需求定量分析，中国银河证券研究院

图10：2024 五一假期旅游人次同比变化



资料来源：Questmobile，中国银河证券研究院

政策层面，旅游业在经济复苏阶段的定位持续提升，政策支持力度持续增强。近年来，政策对旅游业支持力度显著增强，自“十三五”规划以来，国家已陆续出台多项政策来推动旅游业发展。尤其自 2024 年以来，习总书记多次发言对旅游业的战略定位作出明确指示，包括 4 月的“新时代推动西部大开发座谈会”以及 5 月全国旅游发展大会，均将旅游业定位为新兴战略性支柱产业。随后在 8 月出台的《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》中，旅游业亦获政策明确支持。

表1：中国旅游重点政策

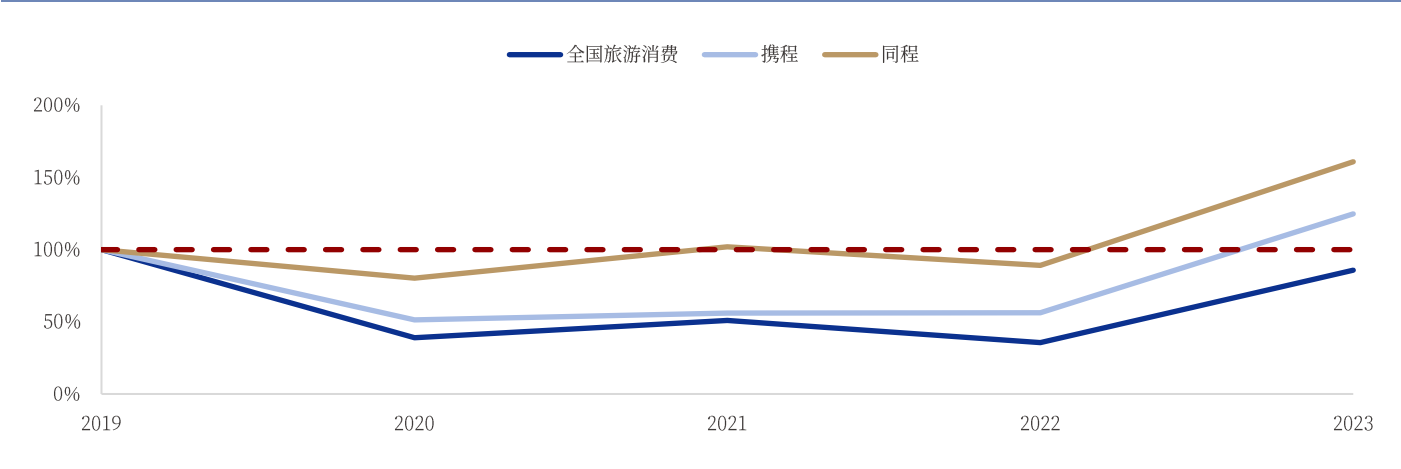
发布/实施时间	政策/文件名称	发布部门	重点内容
2016/12/07	《“十三五”旅游业发展规划》	国务院	旅游业发展要遵循坚持市场主导、坚持改革开放、坚持创新驱动、坚持绿色发展、坚持以人为本的原则，努力建成全面小康型旅游大国，将旅游业培育成经济转型升级重要推动。
2018/03/22	《国务院办公厅关于促进全域旅游发展的指导意见》	国务院	旅游发展全域化，推进全域统筹规划服务提升；旅游供给品质化，提供更多精细化、差异化产品；旅游治理规范化；旅游效益最大化，发挥旅游“一业兴百业”的带动作用。
2021/12/22	《“十四五”旅游业发展规划》	国务院	目标 2025 年现代旅游业体系更加健全，国内旅游蓬勃发展，出入境旅游有序推究，旅游国际影响力增强，打造文化特色旅游城市，旅游创新能力显著提升。
2023/09/27	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	国务院	加大优势旅游产品和服务供给，激发旅游消费需求，加强入境旅游工作，提升行业综合能力。
2024/03/21	《关于开展旅游市场服务质量评价体系建设试点工作的通知》	文旅部	试点地区对本地区 2024 年旅游市场服务质量情况开展评价，探索保障机制和实施路径，明确数据来源，总结评价过程中的问题和经验，对质量评价工作模式及评价模型提出建设性意见建议。
2024/06/19	《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》	文旅部等九部	优化线下旅游服务中心布局；加强线上旅游公共信息服务；加强旅游公共信息服务资源整合；加强旅游交通基础设施建设；提升旅游交通公共服务设施建设和管理水平；优化旅游交通运输服务；强化旅游应急救援服务；加强旅游惠民服务等。
2024/08/03	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	国务院	激发改善型消费活力：加强国家文化和旅游消费示范城市建设；推进商旅文体健融合发展。同生项目体验性，推动多种类型特色旅游产品；优化入境政策和消费环境，加快恢复航班班次。

资料来源：文旅部，国务院，中国银河证券研究院

（二）OTA 行业复苏领先旅游大盘，龙头企业表现出色

OTA 行业表现超越旅游大盘，渗透率持续提升。从行业龙头表现看，2023 年以来携程/同程营收复苏显著领先旅游大盘。2023 年，携程/同程营收分别恢复至 2019 年的 125%/126%，同期全国旅游消费水平仅恢复至疫情前 86%。进入 2024 年，1Q24 携程、同程（剔除新增度假板块）各恢复至 2019 年同期的 146%/180%，相比之下 1H24 国内旅游出行人次，游客花费仅恢复至 2019 年的 88%和 98%，仍未完全达到疫情前水平，反映 OTA 渗透率仍在延续疫情以来的提升趋势。

图11：全国旅游消费总额/携程营收/同程营收较 2019 年恢复程度



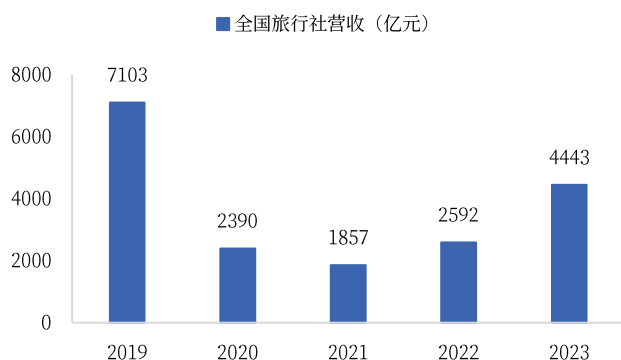
资料来源：文旅部，携程/同程公司公告，中国银河证券研究院

我们认为，目前 OTA 行业渗透率的提升主要得益于用户的习惯培养和政策驱动，且具备持续

性：

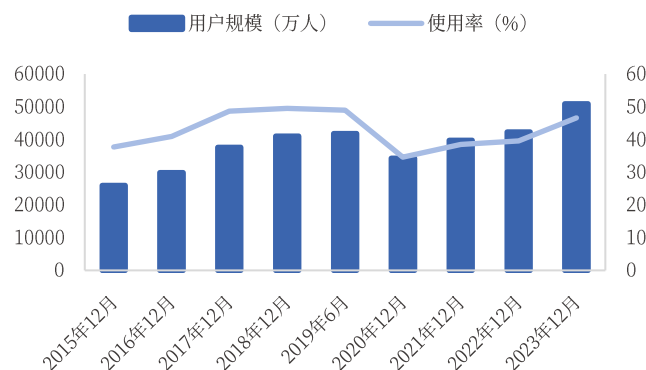
1) 疫情期间用户旅游预订习惯向线上迁移，且疫后仍在延续。疫情期间由于出行管控频繁，居民出游需求降低，线下旅行社门店歇业或关店推动居民消费方式从线下转至线上，且这一过程可能存在不可逆性。从文旅部数据看，2023 年全国旅行社营收合计共 4443 亿元，仅恢复至 2019 年的 63%；1Q24 全国旅行社接待 2854 万人次，较 2019 年-7.5%，接待 5764.5 万人天（人数与天数相乘），较 2019 年-23.9%，表明即使在疫情结束后，居民出游消费的预订仍以 OTA 渠道为主，我们认为其原因当老年群体、下沉市场用户在疫情期间习惯通过 OTA 进行预订后，对 OTA 预订预订的便利性、透明度高拥有了更加清晰的认知，由此导致这部分人群的消费永久性的转移至线上预订。

图12：全国旅行社营收统计



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图13：2015-2023 在线旅游预定用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

2) 文旅数字化政策引导在线旅游行业高质量发展，侧面推动 OTA 行业渗透率提升。国家对在线旅游业发展一直给予重要关注，近年来先后多条政策或文件以推动行业的有序发展。2020 年发布的《文化和旅游部关于推动数字文化产业高质量发展的意见》提出了推动数字技术与旅游业的深度融合，使 OTA 平台得以提供更为丰富的数字化旅游体验，提升用户在线预订亿元。《“十四五”旅游业发展规划》明确提出了旅游业现代化和数字化的发展方向，推动智慧旅游和信息管理的普及，为在线旅游平台的发展提供了技术支持。2023 年出台的《关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》则进一步明确了在线旅游行业的规范化和高质量发展路径，文件提出通过技术创新和服务升级推动旅游产品在线销售和标准化。该文件有助于提升在线旅游的服务质量，增强消费者对在线预订的信任度，从而扩大市场规模和渗透率。综上所述，国家政策引导行业快速发展，平台服务质量不断提升，市场渗透率实现稳步增长。

表2：中国在线旅游重点政策

发布/实施时间	政策/文件名称	发布部门	有关在线旅游行业重点内容
2020/10/01	《在线旅游经营服务管理暂行规定》	文旅部	保障旅游者的合法权益，对在线旅游经营者提出要求，规范在线旅游市场秩序，完善监管部门督察体系。
2020/11/18	《文化和旅游部关于推动数字文化产业高质量发展的意见》	文旅部	明确推进数字经济格局下文化和旅游融合发展。加强数字文化企业与互联网旅游企业对接合作，促进文化创意向旅游领域拓展。促进数字文化与在线新经济结合，发展旅游直播、旅游带货等线上内容生产新模式。
2022/01/20	《“十四五”旅游业发展规划》	国务院	强化自主创新，集合优势资源，结合疫情防控工作需要，加快推进以数字化、网络化、智能化为特征的智慧旅游，深化“互联网+旅游”，扩大新技术场景应用。
2023/03/24	《关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》	文旅部	积极发挥在线旅游的枢纽和引领作用，加快推进智慧旅游发展，推动旅游业创新发展，促进新技术应用和迭代创新，创造更多新就业形态和新就业岗位，成为旅游产业升级和旅游消费激发的新引擎，提升行业管理的数字化水平，推动中国在线旅游行业发展处于国际领先地位。

2023/04/06	《关于加强 5G+智慧旅游协同创新发展的通知》	工业和信息化部、文旅部	引导在线旅游企业规范发展。指导在线旅游平台经营者发挥整合交通、住宿、餐饮、游览、娱乐等国内旅游要素资源的积极作用，助力各类旅游经营者共享发展红利。加强内容安全审核，开展市场巡查。
2023/11/01	《国内旅游提升计划（2023-2025 年）》	文旅部	5G+智慧旅游应用场景逐步丰富。5G+智慧旅游在旅游服务、管理、营销、体验等场景下应用路径不断明晰，建立起 5G+智慧旅游典型应用场景体系。打造一批 5G+5A 级智慧旅游标杆景区和 5G+智慧旅游样板村镇，培育一批 5G+智慧旅游创新企业和创新项目。

资料来源：文旅部，国务院，中国银河证券研究院

（三）国内市场仍有增量空间，住宿板块和低线城市助力行业增长

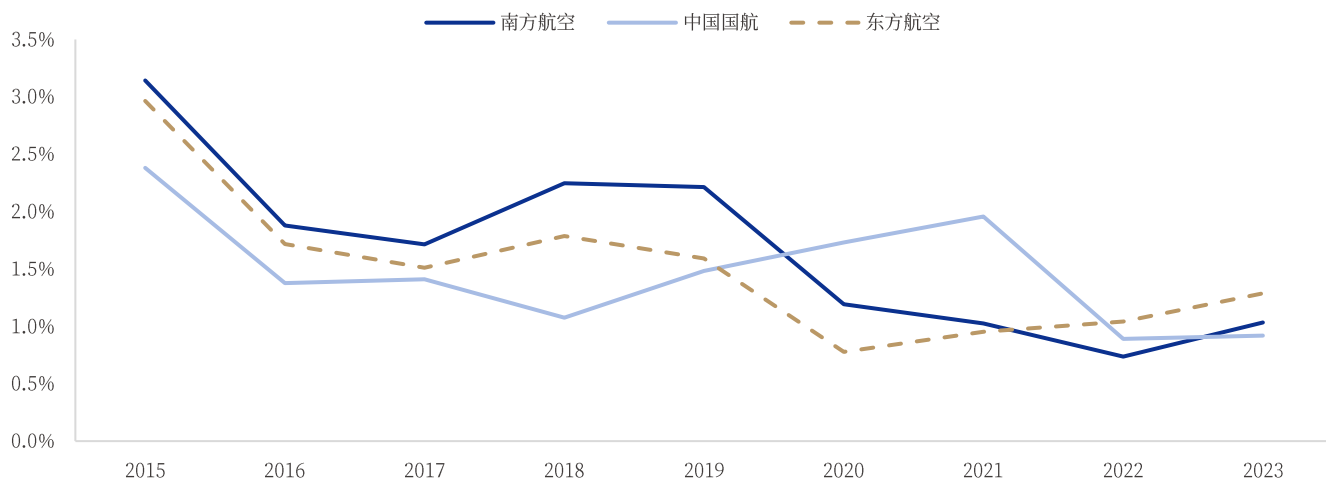
1. 交通票：预计主要跟随出行人次增长

受 2016 年以来的行业政策变化影响，当前 OTA 平台交通票业务增长主要跟随居民出行人次增速变化：

1) 机票：佣金政策变化+航司提升直销率，OTA 交通票业务增长空间已较为有限。自 2003 年南航推出电子客票以来，中国机票代理行业发展迅速，2016 年以前，以 OTA 平台、机票代理商为代表的分销渠道机票销量占据全民航运输业的 80% 以上但由此亦带来积分倒卖、假票号、代理商加价销售等问题逐渐严重。为解决相关问题，2016 年初，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》，规定航空运输企业委托代理销售客票，其手续费由按销售额比例改为每张客票定额支付。同时，2015 年国资委要求在三年内将三大国有航空公司的直销比例提升至 50% 以上。受以上政策共同作用下，国内机票代理行业自 2016 年以来逐步式微，腾邦国际等巨头破产，同时也导致 OTA 公司在机票业务上的盈利空间受限。从三大航数据易知，自 2016 年以来其佣金支出比例持续下降，而考虑到彼时机票销售的线上预订比率已经较高，因此未来机票业务能为 OTA 平台带来的增长空间已较为有限。

2) 火车票：OTA 平台仅通过销售配套服务进行盈利。据 iResearch 数据显示，截至 2021 年火车票产品线上化率已达 80%，提升空间已十分有限。同时，由于火车票票源主要来自 12306 平台，且政策不允许 12306 将票额分配给任何第三方平台发售，因此 OTA 平台并没有分销的权利，仅能通过销售交叉配套服务来获取利润。

图14：三大航司佣金支出占总营收比例



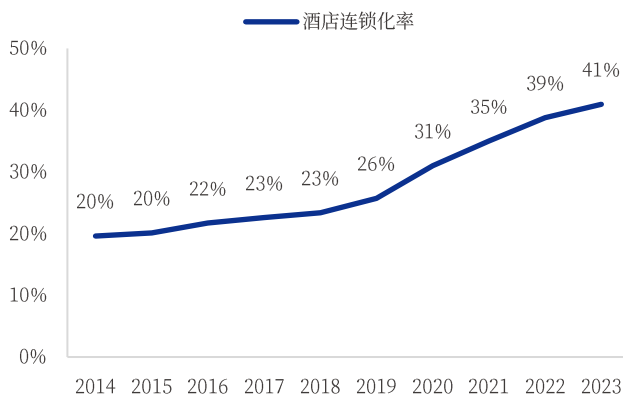
资料来源：南方航空/中国国航/东方航空公司公告，中国银河证券研究院

2. 酒店板块：产品结构升级+非标住宿业务的发展，有望为 OTA 平台带来增量。

1) 与交通板块不同，虽然头部酒店集团亦提出发展直销渠道，但由于我国住宿业市场集中度较航空、铁路更低，且行政化色彩更淡，因此在没有强制行政命令的要求下，行业仍以市场化逻辑

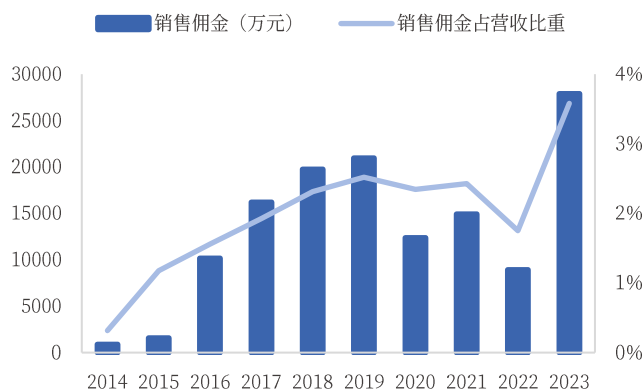
进行运营与竞争。从国内头部酒店集团的佣金支出比例看，OTA 平台受益于更强的规模效应、技术实力，疫情三年后在酒店集团渠道中的占比仍保持提升。

图15：中国酒店业连锁化率



资料来源：中国饭店协会，中国银河证券研究院

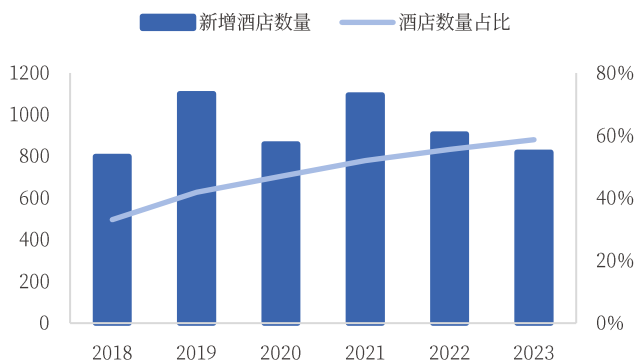
图16：北京首旅酒店销售佣金支出和营收占比



资料来源：北京首旅酒店集团公司公告，中国银河证券研究院

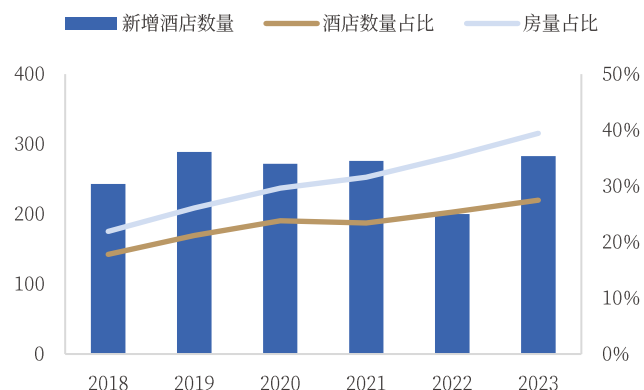
2) 酒店行业产品结构升级、ADR 提升，推动 OTA 平台佣金持续增长，我国酒店业供给中高端化的趋势仍在延续，以锦江酒店和首旅酒店为例，近年来均持续优化产品结构，不断提高中高端酒店占比。2023 年锦江、首旅中高端酒店占比比例分别提升至 59%/39%，较 2019 年提高 17pct/13pct，全部酒店平均 ADR 较 19 年提升 18%/18%。由于 OTA 平台佣金收费以 Revpar 的 10%-20% 比例进行提取，因此伴随中国酒店业产品结构升级，OTA 平台的酒店佣金收入仍将维持较快增长。

图17：锦江酒店中高端酒店新增和占比情况



资料来源：锦江酒店公司公告，中国银河证券研究院

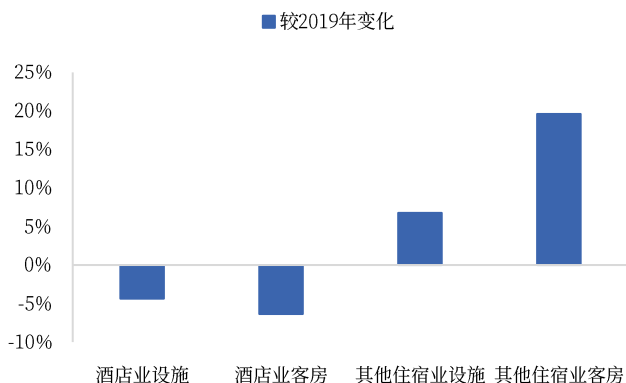
图18：首旅酒店中高端酒店新增和占比情况



资料来源：北京首旅酒店集团公司公告，中国银河证券研究院

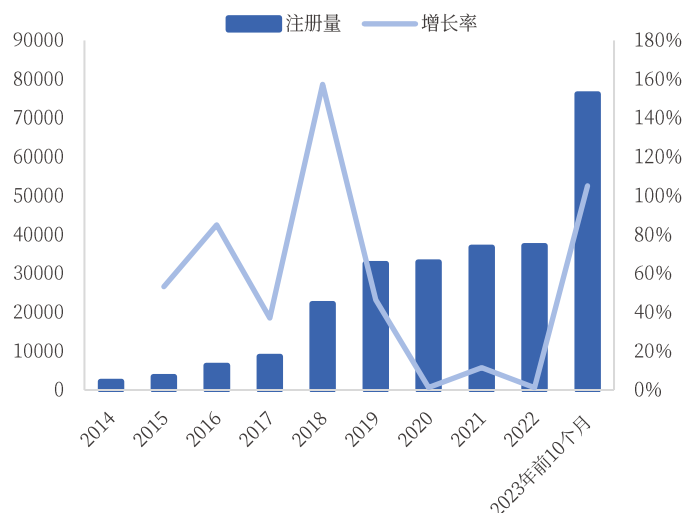
3) 非标住宿/其他住宿业兴起，在线化渗透率可提升。非标住宿(其他住宿业)包括民宿、客栈、度假别墅、小木屋等个性化的住宿选择，通常由个人业主或商业机构担任承租人。我国其他住宿业相较酒店业发展迅速，2023 年数据显示，酒店业设施/酒店业客房数量较 2019 年分别下滑了 4%/6%，而其他住宿业则分别上升了 7%/20%，该板块的增长主要得益于当下居民对小众、休闲、体验感的追求和旅游需求释放促使大量商家/个人投入至行业中。非标酒店具有低连锁化率和低线上化率的特点，据 Euromonitor 数据，截至 2021 年，我国标准酒店线上化率约为 64%，而非标住宿线上化率仅为 28%，因此非标住宿对 OTA 平台服务需求较高，给予 OTA 平台强议价能力。我们认为非标住宿的发展将为 OTA 平台提供一众新兴合作商户，业务增量空间可期。

图19：大陆酒店业/其他住宿业设施数量（2023 年 vs 2019 年）



资料来源：中国饭店协会，中国银河证券研究院

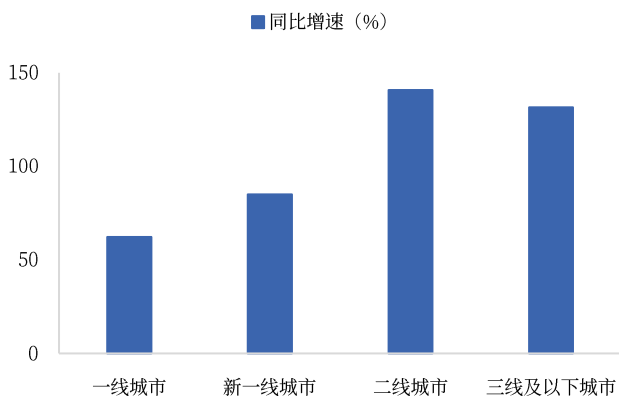
图20：近十年民宿企业注册量和增长率



资料来源：企查查，中国银河证券研究院

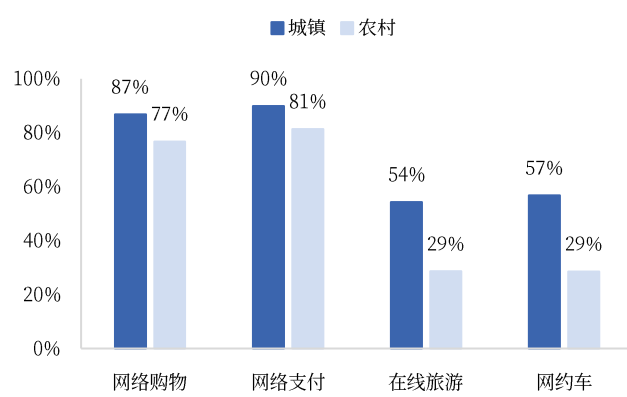
下沉市场的在线旅游渗透率提升潜力仍然充足。据 CNNIC 数据，我国低线城市居民的在线旅游渗透率依然较低，但目前正处于快速增长阶段。根据前瞻产业研究院和 fastdata 的数据，2023 年 3 月，我国二线城市和三线及以下城市在线旅游活跃用户规模分别同比+140.7%/131.6%，远超一线及新一线城市用户规模增速。我们认为，渗透率持续提升的驱动因素包括：1) 低线城市居民可支配收入上涨，且生活成本和压力较高线城市更低，因此对于旅游等文化消费类的需求提高。2) 低线地区网络基建不断升级完善，推动新消费模式进入。

图21：2023 年 3 月中国在线旅游平台不同城市活跃用户规模同比增速



资料来源：fastdata，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图22：2023 年城乡网民网络消费分类别渗透率情况



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

综合以上分析，我们认为 OTA 行业的增量主要受以下两个方面驱动：

1) 供给端：低集中度的行业供给和逐渐兴起的非标酒店均给予 OTA 平台可渗透空间和较高议价权，促进旅游行业整体在线化率进一步提升。

2) 需求端：低线城市用户对线上旅游的需求日渐加强，考当前渗透率较低，未来仍存释放空间。

因此，我们测算至 2026 年国内旅游市场收入规模有望由 2023 年的 4.9 万亿增长至 7.4 万亿元。其中，在线旅游市场 GMV 将由 1.6 万亿增长至 2.9 万亿，占国内旅游市场收入比重由 33%提升至 39%。

表3：旅游市场增量空间测算（单位：亿）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总人口	14.1	14.1	14.0	14.0

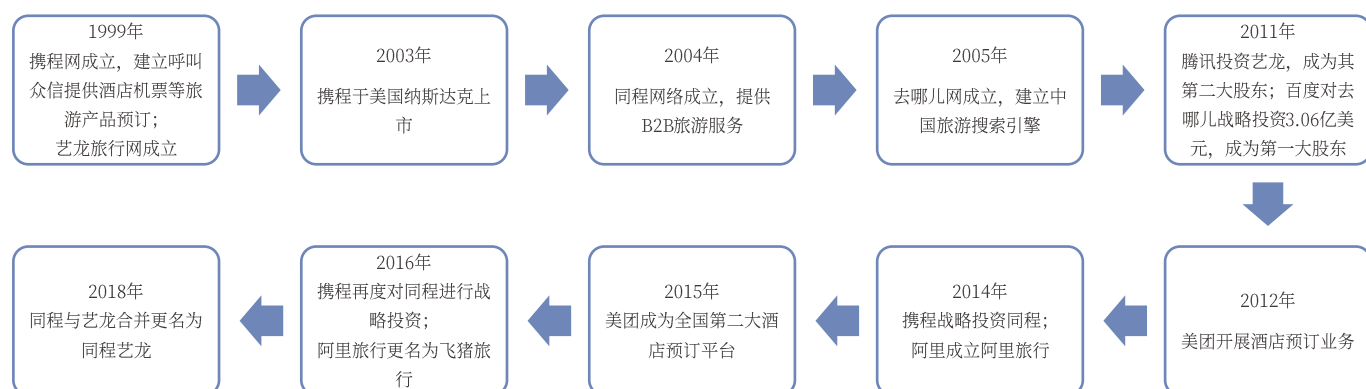
出游率	347%	430%	450%	480%
旅游人次	48.91	60.63	63.0	67.2
客单价（元）	1004	1034	1065	1097
旅游收入	49100	62691	67095	73718
网民规模	10.94	11.05	11.2	11.48
在线旅游用户渗透率	42%	45%	48%	50%
在线旅游客单价（元）	3526	3702	3887	4082
在线旅游 GMV	16201	19715	23892	29094
在线 GMV/旅游收入	33%	31%	36%	39%

资料来源：CNNIC、文旅部、艾瑞咨询、中国银河证券研究院

（四）OTA 行业竞争格局企稳，新兴平台影响有限

自 2016 年中央政府加强对互联网企业不正当竞争的监管，以及整体宏观环境发生变化后，国内互联网企业烧钱换市场份额的策略逐步退出市场，OTA 行业的竞争激烈程度亦随之下降。同时，头部 OTA 公司之间在经历相互整合后，彼此亦产生利益联系，当前各平台多专注于差异化细分赛道，以错位竞争为主，共同推动行业整体竞争格局进入稳态。

图23：1999-2020 年在线旅游行业重大事件



资料来源：携程/同程/艺龙/去哪儿/腾讯/美团/阿里巴巴公司公告，中国银河证券研究院

1) 百度促成携程与去哪儿合并，构建“携程系”OTA 平台。2011 年，百度为增加其在旅游市场方面影响力，同时避免去哪儿对其现有旅行业务流量造成影响，对去哪儿战略投资 3.06 亿美元，成为去哪儿第一大机构股东。2015 年，携程宣布与百度达成股权置换交易，交易结束后，携程拥有约 45% 的去哪儿总投票权，而百度则成为携程第一大股东。目前，携程定位中高端市场，用户心智成熟、粘性高，对品牌忠诚度高；同时通过多年深耕供应链市场，与合作伙伴交叉持股，使得公司锁定了大规模稳定的交通、酒店、度假产品等旅游资源，为公司铸造起难以超越的资源壁垒。

2) 携程+腾讯推动同程与艺龙合并，双方达成资源互补。腾讯于 2011 年成为艺龙第二大股东，同时在 2011-2015 年间不断加码投资同程；而携程则于 2015 年收购艺龙成为其最大股东，并于 2014 年和 2016 年先后对同程进行战略投资。2018 年，在携程和腾讯两大股东的推动影响下，同程与艺龙完成合并。同程目前专注于深耕下沉市场，用户以低线城市居民为主，主要依托腾讯微信流量支持，同时共享携程旅游资源库存。

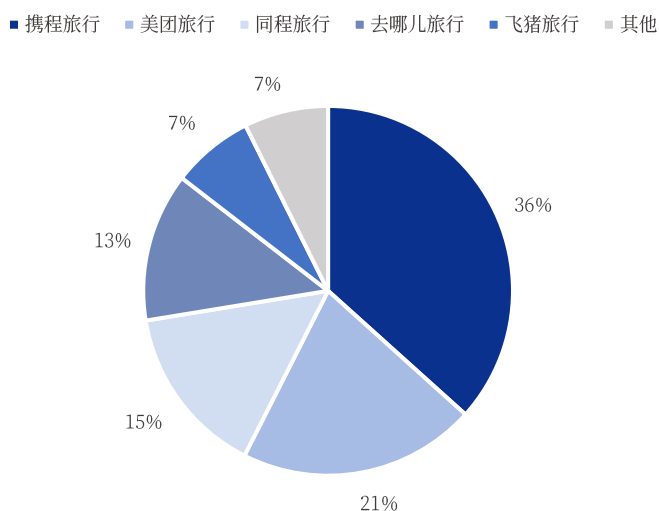
3) 美团：于 2012 年开始涉足酒店预订业务，以其生活平台的优势快速成长，2015 年成为全国第二大在线酒店预订平台。美团侧重发展本地生活消费类产品，用户多来自于生活业务的流量转换，且旗下业务板块众多，在线旅游板块可分配投入有限。

4) 飞猪：早年依赖阿里生态园，通过支付宝、淘宝、天猫等客户端触及客户，以 OTP 模式运营，与其他公司错位竞争。2023 年上半年，阿里启动全新组织架构“1+6+N”，飞猪被移出阿里 6 大核心集团，划分至“N”类别下。此举意味着飞猪可以拥有独立的董事会、任命 CEO、和获得外部融资和上市等权限，给予了飞猪更多的独立性。

新进入者抖音的影响：目前对行业竞争格局的扰动尚不明显。抖音酒旅板块隶属于抖音本地生活服务，该板块于 2021 年 1 月启动，主要依靠其强大的内容传播能力和流量优势，转化其平台用户的消费需求。早期抖音为吸引酒旅商家入驻，为其提供了流量扶持和免收佣金等服务，同时它通过低价和补贴等方式吸引消费者下单，使业务得到高速增长。但我们认为抖音酒旅业务对 OTA 行业的影响可能较不显著，核心原因在于：1) 抖音用户的画像与中高档酒店的核心客群——商旅人群重叠度较低，因此抖音一直较难切入中高档酒店的分销渠道；2) 出于内部战略调整，抖音酒旅业务在本地生活服务、电商部门之间的隶属关系来回变化，2024 年抖音酒旅业务重回本地生活服务后，开始将佣金率从原先的 4.5% 提升至 8%，在价格优势逐步弱化后，抖音对酒店供应商的吸引力下降，或导致其获取市场份额的速度放缓。

从市场份额的表现看，根据 fastdata 的数据，2021 年携程系平台共占总市场份额的 64%，其中携程+去哪儿占比 49%，同程占比 15%；美团占比 21%；飞猪占比 7%。

图24：2021 年 OTA 平台市场份额



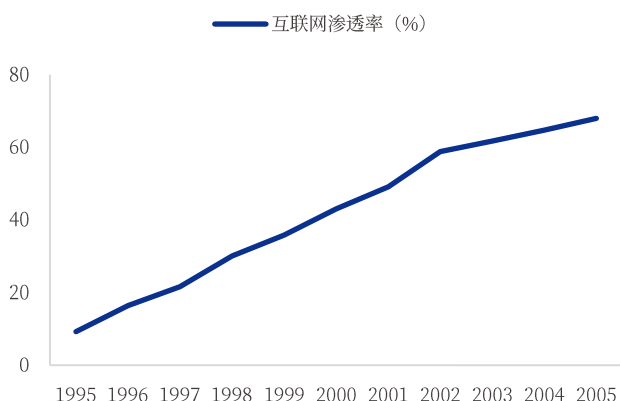
资料来源：fastdata，中国银河证券研究院

二、以海外龙头为鉴，出海开辟新空间

（一）Priceline：瞄准欧洲市场潜力，通过并购整合成为全球 OTA 龙头

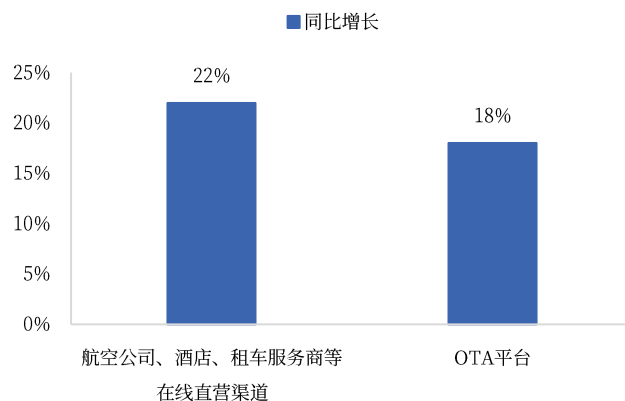
美国地区可渗透空间不足，市场竞争激烈。20 世纪末-21 世纪初，伴随美国居民互联网使用比例从 9% 提升到 68%，在线旅游行业随之得到了飞速发展，2001-2003 年期间，在线旅游渗透率迅速攀升至 30% 左右，但这一趋势于 2004 年后开始放缓。以 Expedia、Priceline、Travelocity、Orbitz 为代表的 OTA 平台逐步陷入平台间竞争和与供应商之间的竞争。尤其在 911 事件发生后，美国旅游市场增长放缓，且旅游服务供应商开始致力于发展自营渠道，导致 OTA 平台的佣金率受到挤压，推动 OTA 公司将目光转向海外市场。

图25：1995-2005 年期间美国互联网渗透率



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

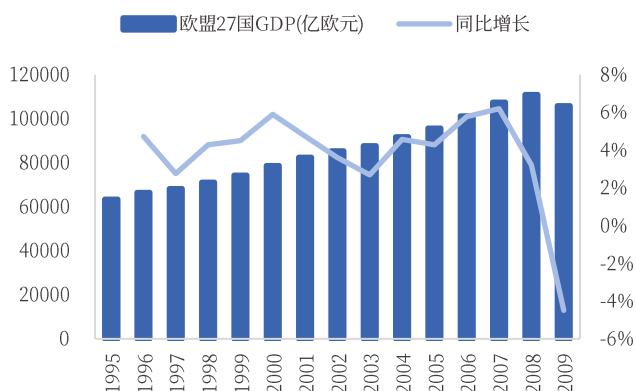
图26：美国地区 1Q05 预订额同比增速



资料来源：New York Times，中国银河证券研究院

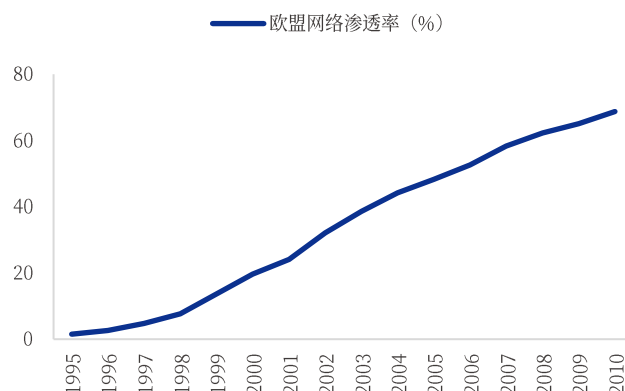
2000 年初，欧洲地区富裕的经济水平，以及仍处于快速提升阶段的互联网渗透为发展在线旅游奠定基础。欧洲地区的互联网发展晚于美国，但在 2000 年初，欧盟地区的互联网渗透率已接近 40%，并处在快速提升阶段。由于欧盟本身是全球最为富裕的经济体之一，居民收入增长稳定增长且拥有较高的消费意愿，因此 2000 年初的欧洲是非常适合在线旅游发展的优质市场。

图27：1995-2010 年期间欧盟 27 国 GDP 总额和增长速率



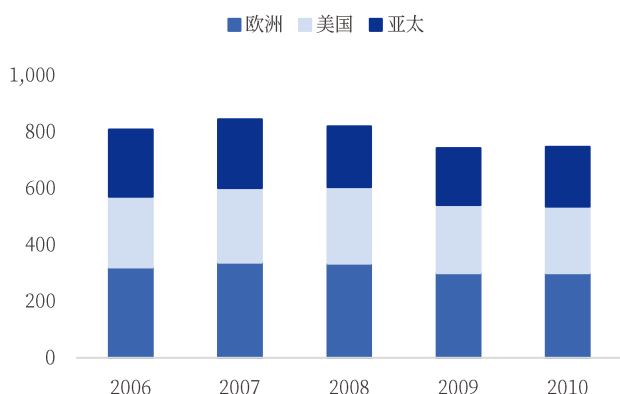
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图28：1995-2010 期间欧盟地区网络渗透率



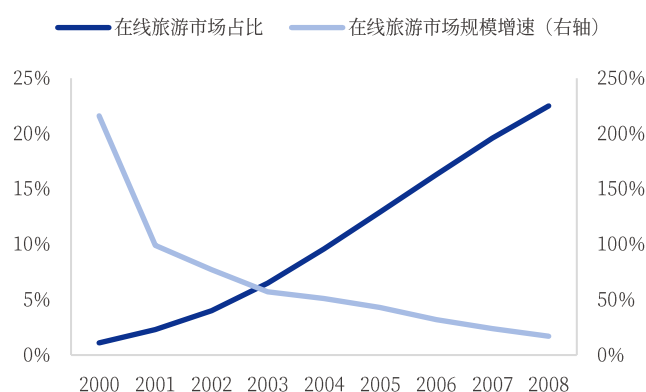
资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

图29：2006-2010 年各地区旅游市场规模（十亿美元）



资料来源：Statista, 中国银河证券研究院

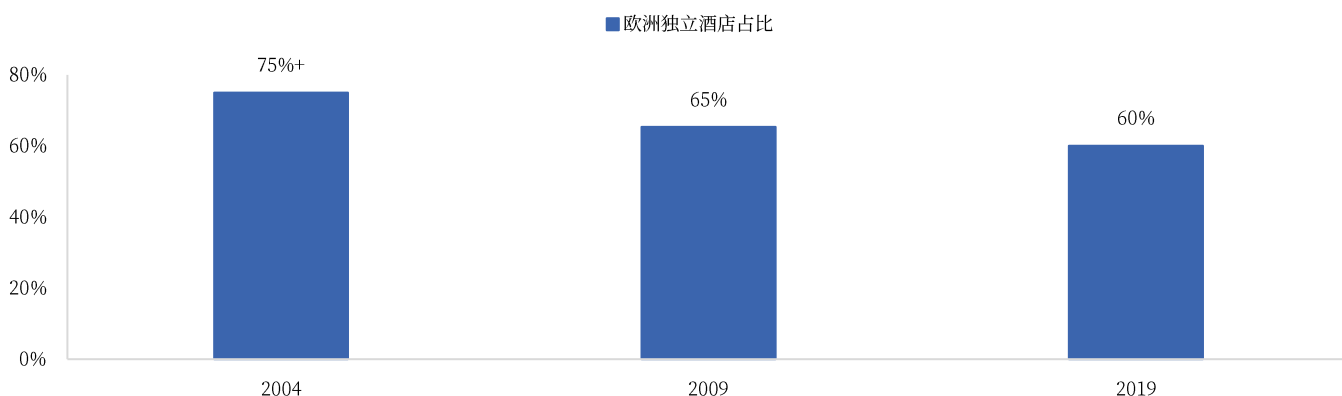
图30：2000-2008 年欧洲在线旅游市场发展趋势



资料来源：ResearchGate, 中国银河证券研究院

此外，2000 年初欧洲地区较低的酒店连锁化率，以及 Priceline 更具价格优势的代理销售模式，为其欧洲业务的快速发展提供重要支撑。2000 年初，欧洲酒店市场的连锁化率低，主要以独立酒店为主导，缺乏足够的资金和技术为自身引流，因此以 Booking 为代表的在线预定平台能为其带来巨大价值。此外，Booking 的代理模式也更具性价比，仅收取酒店业主 15% 的佣金率，对比其他批发模式下的 OTA 平台优势显著（如 Expedia 收取 20%-30% 左右的佣金）。

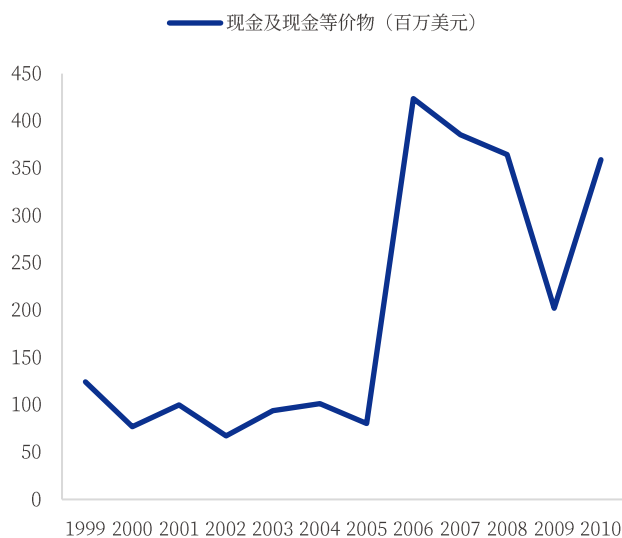
图31：欧洲独立酒店占比



资料来源：EHLITE.com, STR, 中国银河证券研究院

Priceline.com 早期出海欧洲并非一帆风顺。2000 年，Priceline 已意识到欧洲在线旅游市场的庞大潜力，并开始着手布局。起初主要通过特许经营的合作方式，将公司商业模型和独家技术等知识产权授权给合作公司使用。例如公司与 Hutchison Whampoa Limited 成立了 Hutchison-Priceline，并与 General Atlantic Partners 成立了 Priceline Europe Holdings，分别拓展亚洲和欧洲业务，早期主要通过 Name Your Own Price 商业模式（用户在输入信用卡信息后自主对酒店价格进行投标，当投标价格被商家接受后完成预订）对欧洲地区进行渗透，但据 Jeffery Boyd（Priceline Group CEO, 2000-2013）后期评价，Name Your Own Price 模型在除美国以外的地区接受程度和运营情况较差，同时公司因缺乏足够的现金流进行宣传投入，因此导致早期 Priceline 在欧洲的业务拓展并不顺利。

图32: Priceline.com 现金及现金等价物



资料来源: Priceline.com 公司公告, 中国银河证券研究院

图33: Name Your Own Price 投标界面

< Step 2 Step 3 of 3

Name Your Own Price

You're bidding on a 4½-Star hotel in the SoHo - Tribeca area

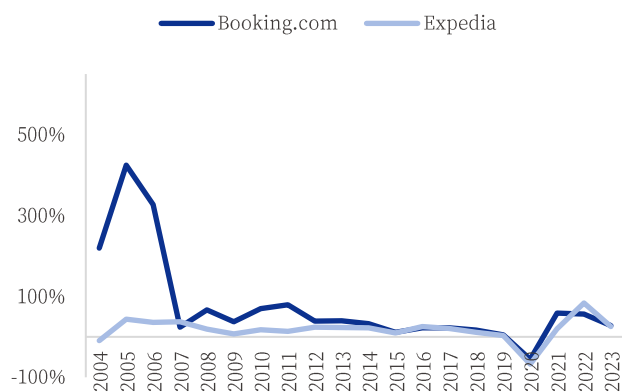
\$200 USD per room/night

The median retail price for a similar hotel is \$250.

资料来源: skift, 中国银河证券研究院

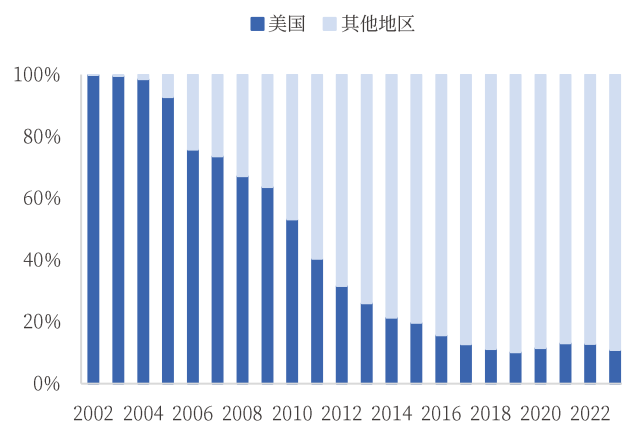
2004 年后, Priceline 改变出海策略, 以收购本土公司的方式重新进入欧洲市场。在意识到 Name Your Own Price 模式的局限性后, Priceline 开始调整自身出海策略, 发掘更为普遍的、价格公开的零售销售方式, 并寻找本地公司作为进入市场的接口。Priceline 于 2004 年通过收购 Active Hotels 开启了其在国际地区的第一个大型收购, 正式打开了 Priceline 进入欧洲市场的大门, 2004/2005/2006 年国际业务营收增速分别达 220%/425%/327%, 2006-2011 年期间公司国际业务五年复合增长率达 54%, 高出 Expedia 同期增速约 35pct, 推动国际业务逐渐成为公司主营业务。

图34: Booking.com/Expedia 除美国外其他地区营收增速



资料来源: Booking Holdings/Expedia 公司公告, 中国银河证券研究院

图35: Booking.com 营收结构



资料来源: Booking Holdings, 中国银河证券研究院

从 Priceline 的海外并购策略看, 公司主要通过并购关键的供应链环节, 以及具备一定用户体量的本地平台型公司, 进入欧洲在线旅游市场:

1) 收购酒店在线预订服务商 Active Hotels, 获取欧洲地区关键的酒店供应和分销合作商。Active Hotels 于 1999 年成立于英国剑桥, 并于 2004 年被 Priceline.com 以 16,100 万美元左右的价格收购。Active Hotels 为英国本地最早的酒店在线预订服务商, 主要通过其自营网站 activereservations.com 和其他合作网站来对其代理的合作酒店库存进行销售。公司早期策略以渗透独立酒店市场为目标, 由于独立酒店在当时受到大型在线旅游服务商的关注度低, 加之 Active

Hotels 佣金率远低于批发商所给出的佣金率，因此吸引了大量酒店加入。Active Hotels 被收购时拥有超 8,000 家酒店合作伙伴和约 1,500 家合作分销商，且整体经营状况良好，业务增速十分可观。据公司预测，Active Hotels 酒店合作商数量预计于 2004 年年底之前达到 10,000 家；同时截至 2004/09/30，公司净预订额约为 16,000 万美元，同比+100%；营收约为 2,200 万美金，同比+115%。另外，收购后 Priceline.com 意图保留 Active Hotels 的管理团队，将 Active Hotels 作为单独的业务板块进行管理运营。综合来看，收购 Active Hotels 给 Priceline.com 带来了大量本地酒店和分销商资源，为 Priceline.com 进入欧洲市场进行了良好的供应端和分销端的资源铺垫。

2) Bookings B.V.助力 Priceline.com 进一步扩大欧洲地区资源布局与用户渗透。 Bookings B.V 于 1996 年成立于荷兰阿姆斯特丹，于 2005 年被 Priceline.com 以 13,300 万美元的价格收购。类似于 Active Hotels，公司主要以代理模式与欧洲地区独立酒店达成合作，覆盖地区包括阿姆斯特丹、巴塞罗那、柏林、和巴黎等多个地区，同时以 8 种语言提供客户服务。同时，Bookings B.V.精通于数字营销，通过搜索引擎算法优化和购买旅行相关的搜索引擎关键字，使其收获了大量用户直接进入其在线网站进行预订。截至 2005/06/30，公司全年净预订额约为 22,500 万美元，同比+110%；营收约为 2,500 万美元，同比+100%，整体增速十分可观。Priceline 在并购 Booking.BV 后保留了原有管理团队，使其继续该运营品牌。整体而言，对 Bookings B.V.的收购是 Priceline 进入欧洲市场的最重要的决策之一，此举帮助 Priceline 完善了欧洲地区的资源布局，在与 Active Hotels 的协同下为 Priceline 提供了 18,000 家新增合作酒店，使其成为欧洲地区合作规模最大的在线酒店运营服务商。

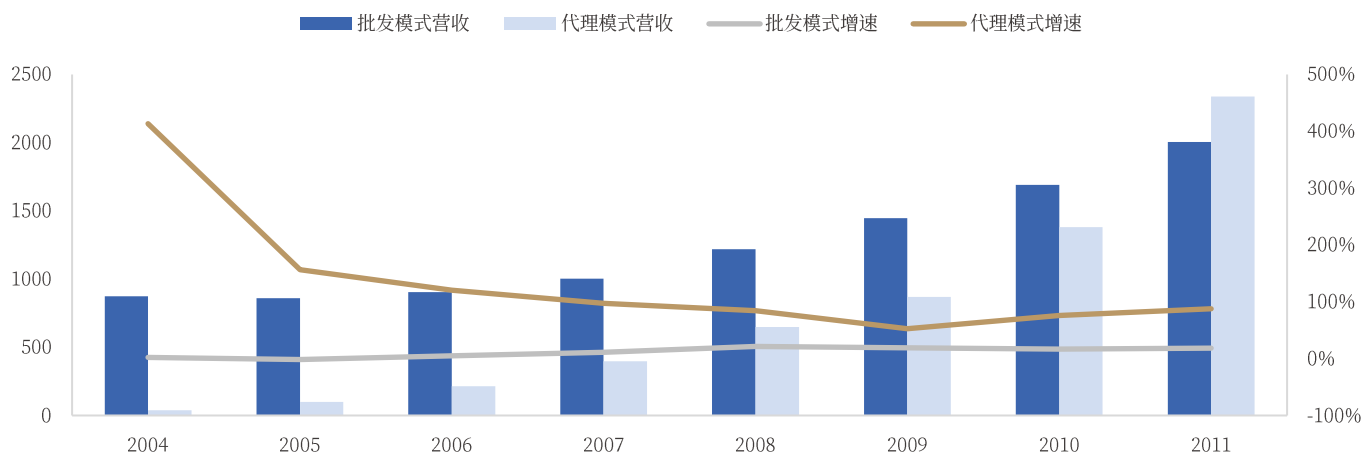
图36: Booking B.V.早期预定页面



资料来源: skift, 中国银河证券研究院

3) 推动 Active Hotels 和 Bookings B.V.进行资源张合，并成立 Booking.com。 Priceline 为整合两家公司优势，打造欧洲市场龙头在线酒店预订平台，于 2006 年将 Active Hotels 和 Bookings B.V.合并成立 Booking.com。由于两家公司原先商业模式十分接近，均以代理和到店付费的形式与酒店达成合作，因此在商业模式方面合并阻力较小。同时，Active Hotels 擅长于发展分销合作伙伴关系，而 Bookings B.V.则善于运用数字营销直接吸引顾客访问网站，双方优势结合助力 Priceline.com 欧洲市场渗透率迅速提升，代理模式营收规模增速可观。

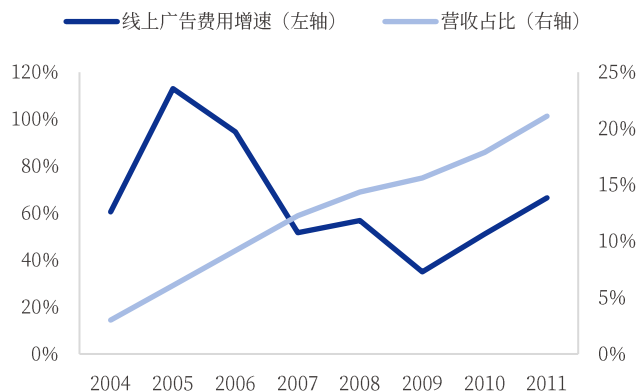
图37: Booking.com 营收水平和增速 (分商业模式)



资料来源: Booking Holdings 公司公告, 中国银河证券研究院

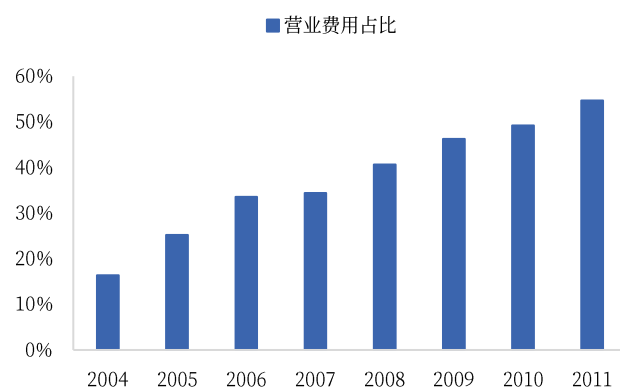
4) 市场营销方面, Priceline 重视搜索引擎营销+联盟营销为网站提供大量流量, 有效提高公司品牌知名度。Bookings B.V.和 Active Hotels 在被收购前在搜索引擎营销和联盟营销方面已具备自身竞争优势, Priceline.com 在合并二者后, 进一步在品牌营销上增加投入, 包括支付给搜索引擎和第三方广告宣传公司/网站, 通过购买搜索引擎旅游相关关键词引导客户点击网站, 同时通过合作伙伴宣传将客户引流至自身平台。公司对线上宣传大量的资金投入有效提升了平台流量和知名度, 帮助其海外扩展业务迅速拓展客源。

图38: 2004-2011 年期间线上广告费用增速和营收占比



资料来源: Booking Holdings 公司公告, 中国银河证券研究院

图39: 2004-2011 年期间线上广告费用占营业费用比例



资料来源: Booking Holdings 公司公告, 中国银河证券研究院

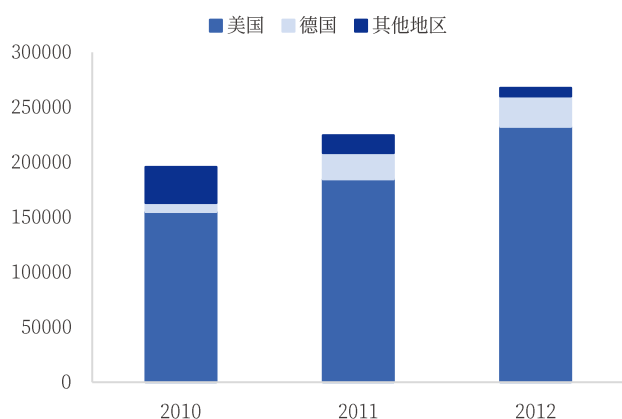
5) Priceline.com 亦通过收购 Agoda, 开启亚洲市场布局。Priceline.com 于 2007 年收购了位于曼谷和新加坡的在线酒店预订平台 Agoda。Agoda 主要的覆盖地区包括澳大利亚、中国、日本、印度、泰国、韩国、新加坡等众多亚洲国家和部分, 提供 12 种语言服务, 同时允许用户在线发布酒店点评、旅游攻略、旅游日记等内容。Agoda 被收购时体量较小, 但增速可观, 截至 2007/10/31, 公司年预订额约为 3600 万美金左右, 同比+122%。Priceline 在收购 Agoda 仍保持其独立运营, 并为公司提供资金、专业知识、和亚洲外客流量的支持, 希望将 Agoda 打造成为亚洲领先的在线旅游平台, 拓展公司的品牌集合和地域覆盖。

6) TravelJigsaw ((Rentalcars.com 前身) 为公司提供全球租车业务, 拓展新业务线供给。Priceline.com 于 2010 年收购了位于英国的国际租车公司 TravelJigsaw, 进一步拓展全球范围内可提供的服务内容。TravelJigsaw 为 80 个国家和超 4000 多个地区提供租车服务, 顾客可通过其品牌网站或致电预订车辆。覆盖地区包括欧洲、美洲、亚太、非洲、和中东地区, 提供 20 种语言服务。TravelJigsaw 的收购为 Booking.com 和 Agoda 提供了有效的协同作用。公司除发展自身业

务外同时为 Booking.com 和 Agoda 提供了租车资源供给，使平台得以拓展新配套业务，公司广阔的国家覆盖也为平台吸引了新兴客群的流量。

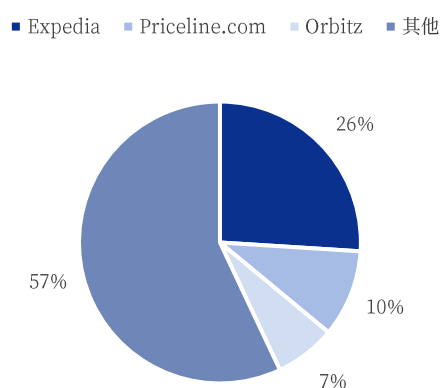
7) **KAYAK 为公司提供巨大用户流量，助力 Priceline.com 宣传品牌知名度和提高营收。**公司于 2012 以 18 亿美元左右的价格收购了 Kayak，一家位于美国康涅狄格州的元搜索引擎公司。KAYAK 主要服务于在线旅游行业，公司的网站和 APP 可使用户快速对比上百家旅行预订网站，同时还可提供自定义搜索条件、价格提示、航班信息查询等额外服务。KAYAK 合作的前十旅游供应商和 OTA 平台为公司贡献了 63% 的营收，其中 Expedia/Priceline.com/Orbitz 分别贡献了 26%/10%/7%。自 2005 年创立以来，KAYAK 发展迅速，2012 年营收达 268 百万美元，同比+19%；1Q12 处理了 310 百万个用户查询请求，同比+45%。此次收购对 Priceline 的贡献主要包括流量支持和资源拓展。同时，KAYAK 平台上聚集的大量供应商，还可为 Priceline 提供供应链支持。

图40: KAYAK 营收情况 (千美元)



资料来源: KAYAK 公司公告, 中国银河证券研究院

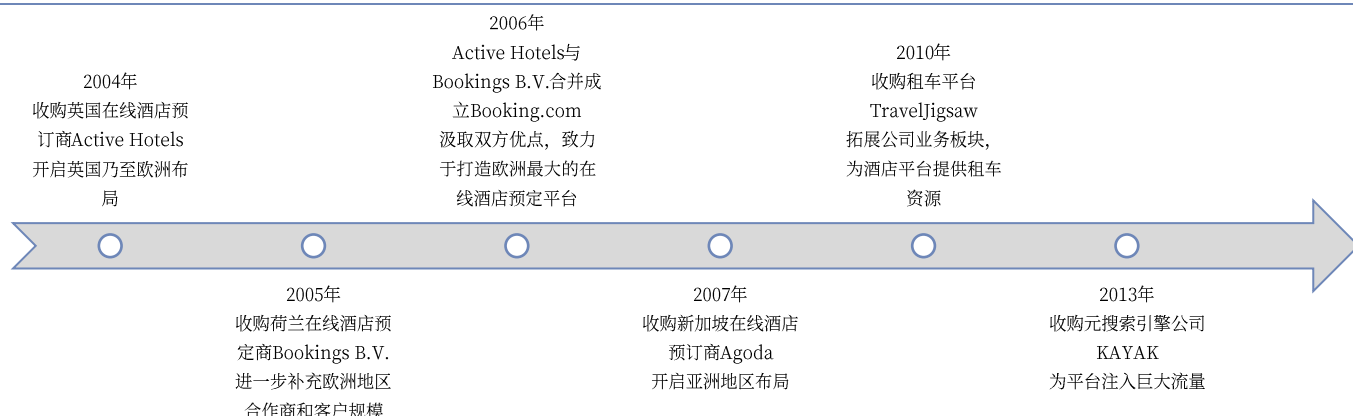
图41: 各 OTA 公司及其附属平台在 KAYAK 营收中占比



资料来源: KAYAK 公司公告, 中国银河证券研究院

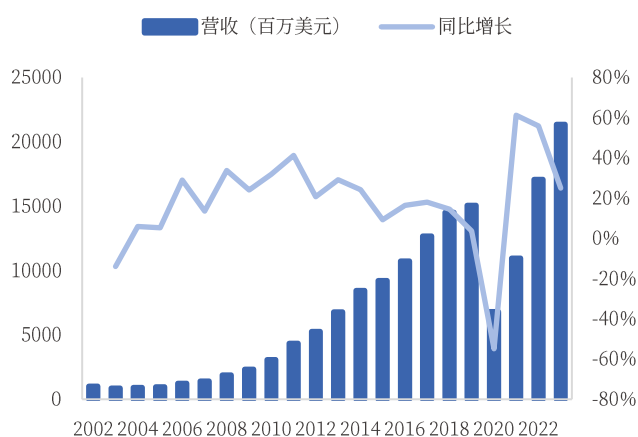
整体而言，Priceline.com 出海路径以拓展资源为基础，后以流量支持平台运营。总结 Priceline.com 出海路径来看，公司通过收购欧洲本土公司打开市场大门，以与本地契合度高的代理模式持续经营并拓展用户及供应商规模，后通过收购汽车租赁品牌和元搜索品牌为品牌进行服务完善和流量支持。得益于完善的出海策略布局，海外业务的拓展拉动公司营收和净利润保持逐年提高，使公司逐渐成为了以国际业务为主的全球化品牌，并于 2011 年超越 Expedia 成为全球体量最大的 OTA 平台。

图42: Priceline.com 出海路径



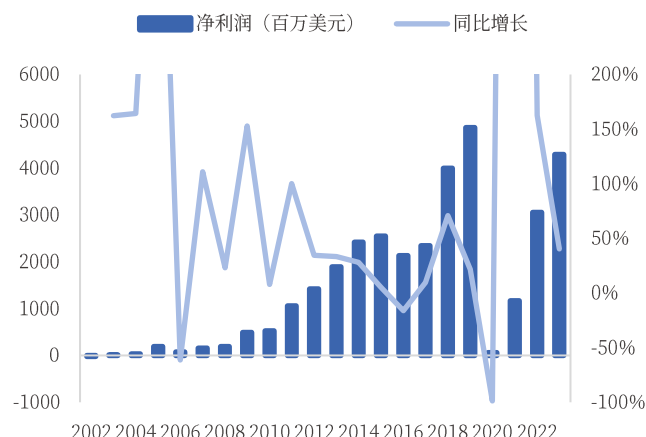
资料来源: Booking Holdings 公司公告, 中国银河证券研究院

图43: Booking Holdings 营收和增速



资料来源: Booking Holdings 公司公告, wind, 中国银河证券研究院

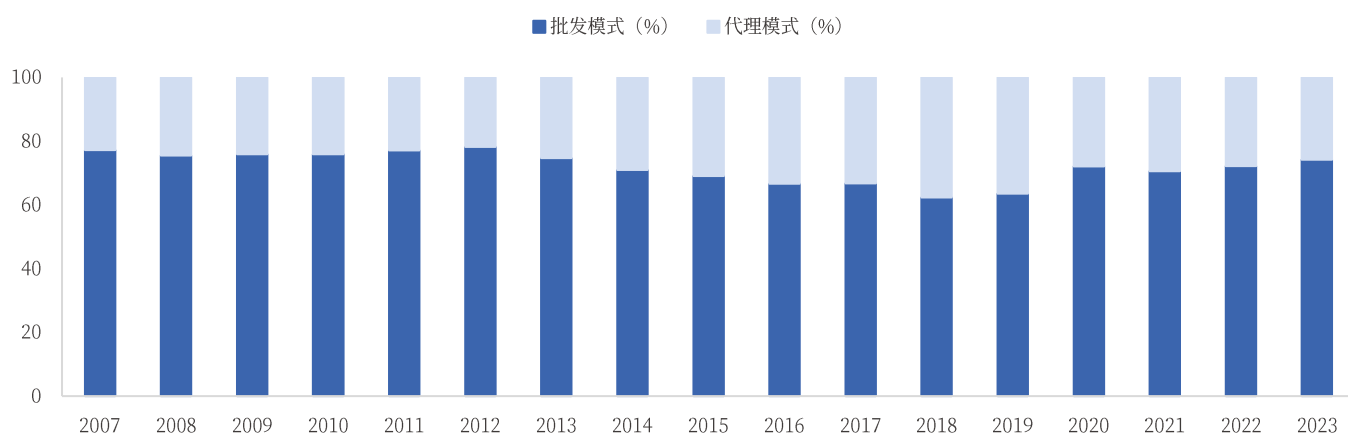
图44: Booking Holdings 净利润和增速



资料来源: Booking Holdings 公司公告, wind, 中国银河证券研究院

Expedia 国际业务早期以批发为主，对扩张节奏有所拖累。另一美国 OTA 龙头 Expedia 亦于 2000 年开始在美国、加拿大、英国、德国四地上线其网站和服务，并于 2006 年扩张至法国、意大利、荷兰、和澳大利亚、日本等地。但由于 Expedia 主要采用批发模式经营业务，对资金占用较高，同时欧洲地区酒店市场较为分散，独立酒店对批发模式接受程度低，且市场供给端和消费者均不习惯预先支付的选项，因此在海外扩张阶段的效率不高，增速始终低于 Priceline，2010 年国际业务收入被 Priceline 反超。

图45: Expedia 各商业模式下营收占比



资料来源: wind, Expedia 公司公告, 中国银河证券研究院

欧洲市场并购目标与时机不佳，导致错失先机。Expedia 早期在欧洲扩张阶段，首先并购以 B2B 商旅服务为主的 ECT Europe，并未直接面向 C 端市场，因此未能在在线旅游渗透率快速提升阶段，在休闲用户中建立品牌心智。2008 年，伴随 Booking 逐步做大，Expedia 再次并购以代理模式为主的 Venere。Venere 成立于 1995 年，主营酒店预订业务，被 Expedia 收购时已拥有约 30,000 家酒店和合作伙伴，但与 Booking.com 超 60,000 家国际合作伙伴（大部分位于欧洲）相比体量仍然较小。此外，Expedia 亦于 2013 年并购元搜索引擎 Trivago。但由于 Booking 的市场认知已经建立，此类收购未能撼动 Booking 在欧洲市场的领先地位，对 Venere 的并购则以 2016 年的关闭而告终。

表4: Expedia 早期重大国际收购项目

收购时间	公司名称	国家	业务介绍
2004	Egencia (后更名 ECT-Europe)	法国	欧洲在线商旅结构, 主营 B2B 业务。总收购价格约为 6900 万美元。
2005	eLong	中国	中国在线旅游服务公司, 与 3500 多家酒店有合作关系, 同时提供机票和旅游相关产品和 24 小时呼叫中心服务。
2008	Venere	意大利	欧洲在线旅行网站, 提供超 30, 000 家酒店预订服务, 以代理模式与酒店进行合作。
2013	Trivago	德国	欧洲元搜索公司, 可提供超 750, 000 家酒店和 200 个预订网站的在线比价功能。
2014	Wotif	澳大利亚	澳大利亚在线旅游公司, 主营亚太地区。

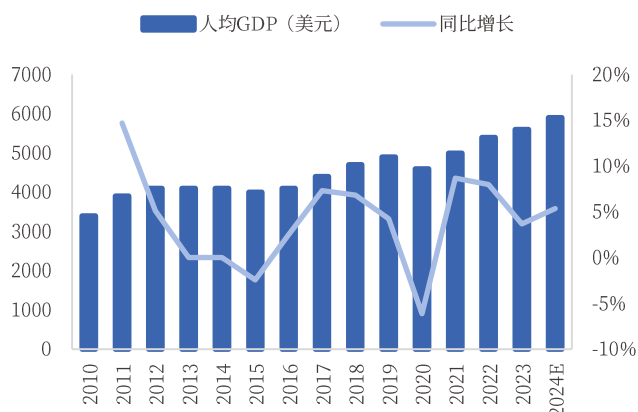
资料来源: Expedia 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 中国 OTA 平台出海进行时, 增量空间可期

1. 东南亚市场之于中国 OTA 公司, 正如欧洲市场之于 Booking

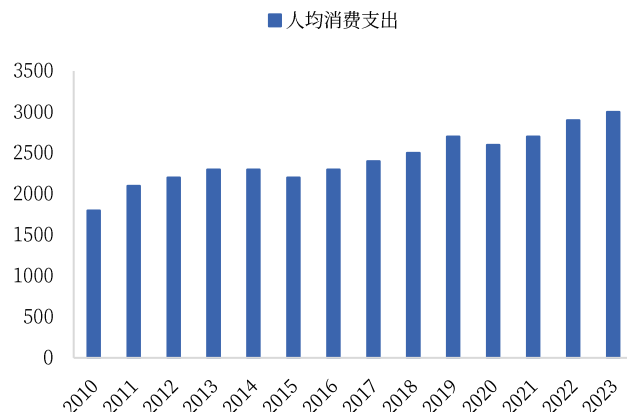
作为全球重要的旅游目的地, 以及主要经济体良好的经济增长潜力, 东南亚旅游市场具备广阔发展空间。近年来, 受益于国际环境变化与自身人口优势, 东南亚地区经济保持较快增长, 人均 GDP 和人均消费支出持续提升。此外, 东南亚地区拥有全球最具活力的人口结构, 在总人口仍保持增长的同时, 东南亚主要国家 30 岁以下人口占比远高于全球平均水平, 这一人口结构优势叠加持续增长的经济水平, 为未来东南亚消费市场快速增长奠定了重要基础。

图46: 东南亚地区人均 GDP 情况



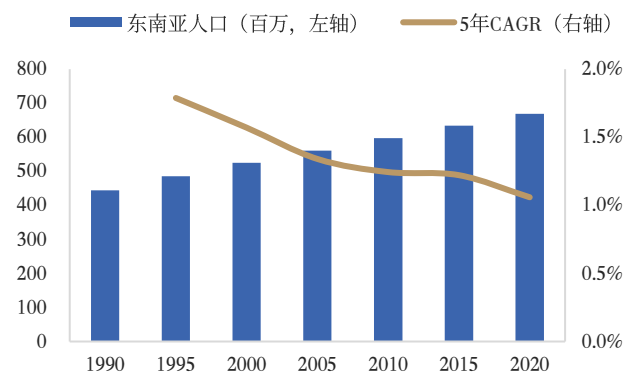
资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

图47: 东南亚地区人均消费支出情况（美元）



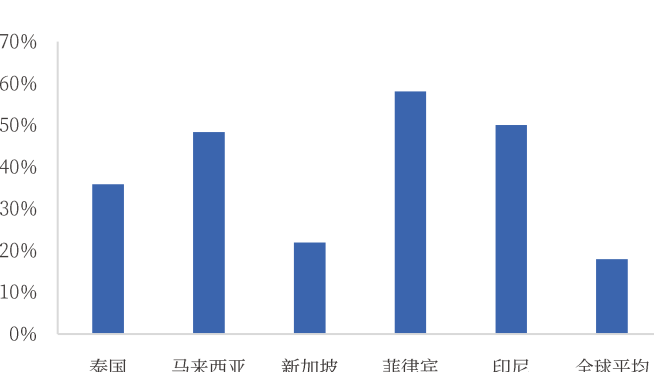
资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

图48: 东南亚地区人口变化



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

图49: 东南亚地区 30 岁以下人口占比远高于全球平均



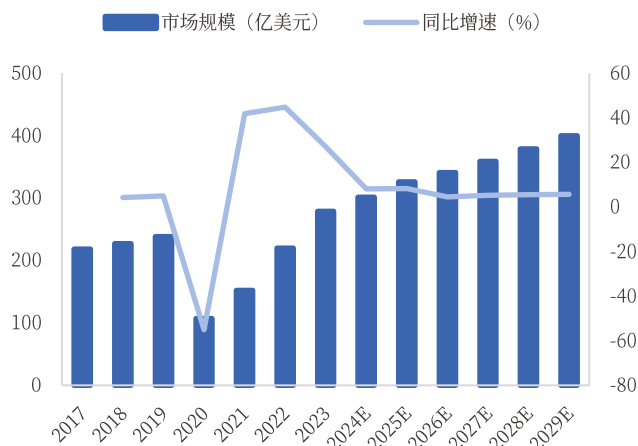
资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

资料来源：联合国，中国银河证券研究院

资料来源：联合国，各国统计局，中国银河证券研究院

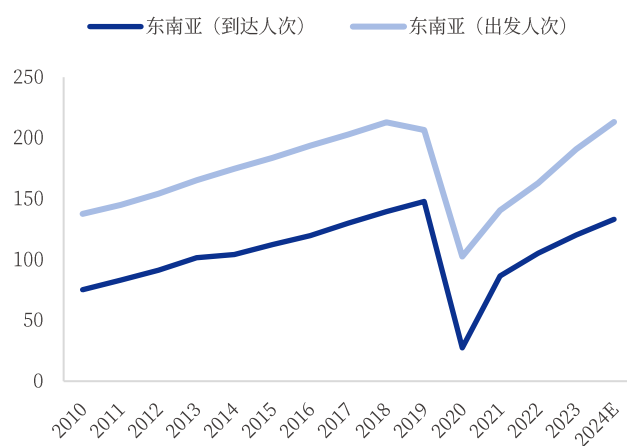
从整体旅游市场规模看，OTA 公司在东南亚市场具有广阔拓展空间。一方面，作为全球传统旅游目的地，东南亚市场历来受到全球旅游爱好者的青睐，旅游市场规模持续增长。另一方面，伴随主要东南亚经济体持续增长，本地居民收入增长也在驱动本地居民的旅游需求增加。其中，马来西亚居民 2Q23 国内旅游人次 5450 万人次/同比+20%，印尼 2023 年全年国内游客人数达 7.49 亿人次，较 2019 年增长 15%。

图50：东南亚地区旅游市场规模



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

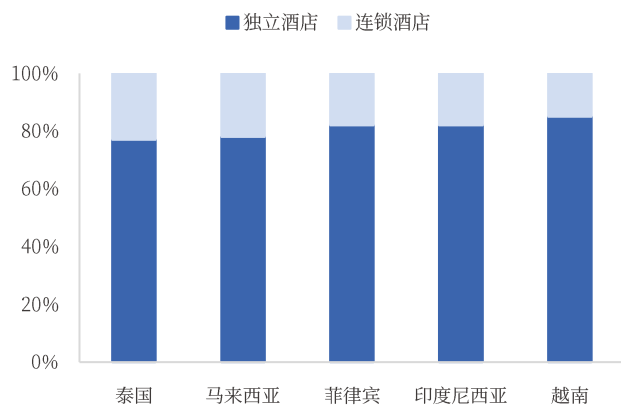
图51：东南亚地区国际旅客出发/到达人次（百万）



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

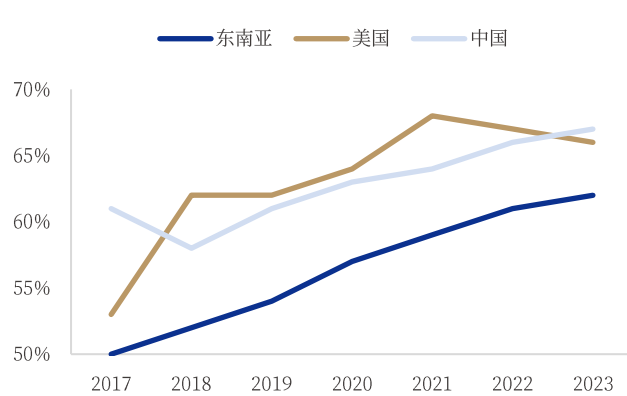
从欧洲 OTA 行业的发展路径看，当前持续提升的居民互联网渗透率+酒店市场的低连锁化率，为东南亚 OTA 平台发展提供了良好的生长土壤。需求端，与 Priceline 进军欧洲市场的时点类似，当前东南亚地区居民的互联网渗透率处于持续提升阶段，其旅游市场在线化率接近中国市场 2017 年的水平，已具备充足的用户基础。供给端，当前东南亚酒店市场的连锁化率极低，截至 2020 年，达到国际标准的酒店 80% 以上为独立酒店，其中连锁化率最高的泰国也仅为 23%，有利于 OTA 平台与酒店供应商之间形成合作关系。

图52：东南亚部分国家独立酒店/连锁酒店占比



资料来源：C9 Hotelworks，中国银河证券研究院

图53：中、美、东南亚旅游市场在线化率

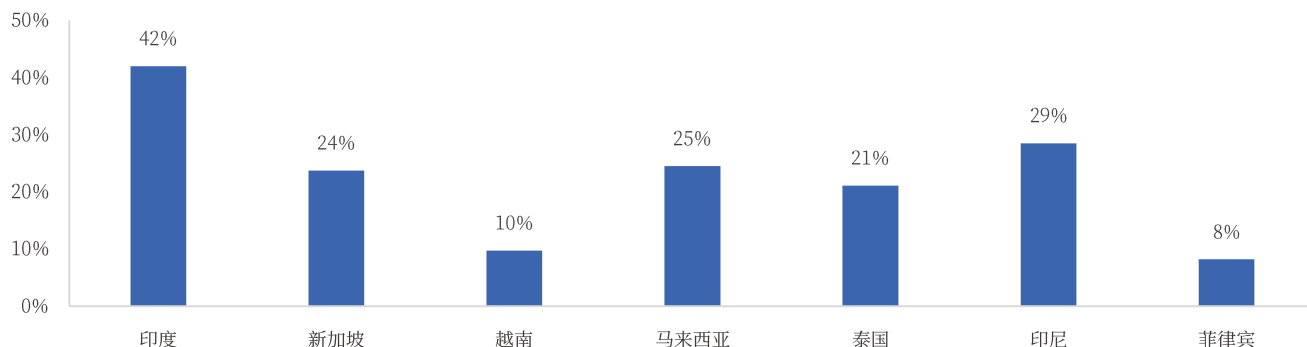


资料来源：Statista，中国银河证券研究院

我们可从 CR3 集中度，以及各区域市场的头部公司是否以国际 OTA 平台两个角度去甄别该国 OTA 市场是否容易为中国 OTA 平台所进入。整体来看，当前东南亚各国除印度外，CR3 OTA 公司市场份额均未超过 30%，反映竞争仍未进入最后阶段，新进入者仍有抢夺份额的空间。此外，从各区域市场 CR3 的具体公司属性看，也仅有印度的头部 OTA 公司为本土 OTA 企业，其中 IRCTC（印度铁路餐饮和旅游公司）、MakeMyTrip 合计占据仅 40% 市场份额。而在其他东南亚国家，如

新加坡、越南、泰国多以国际龙头（均为 Booking），因此我们认为中国 OTA 平台在这些市场仍存在进入的时间窗口。

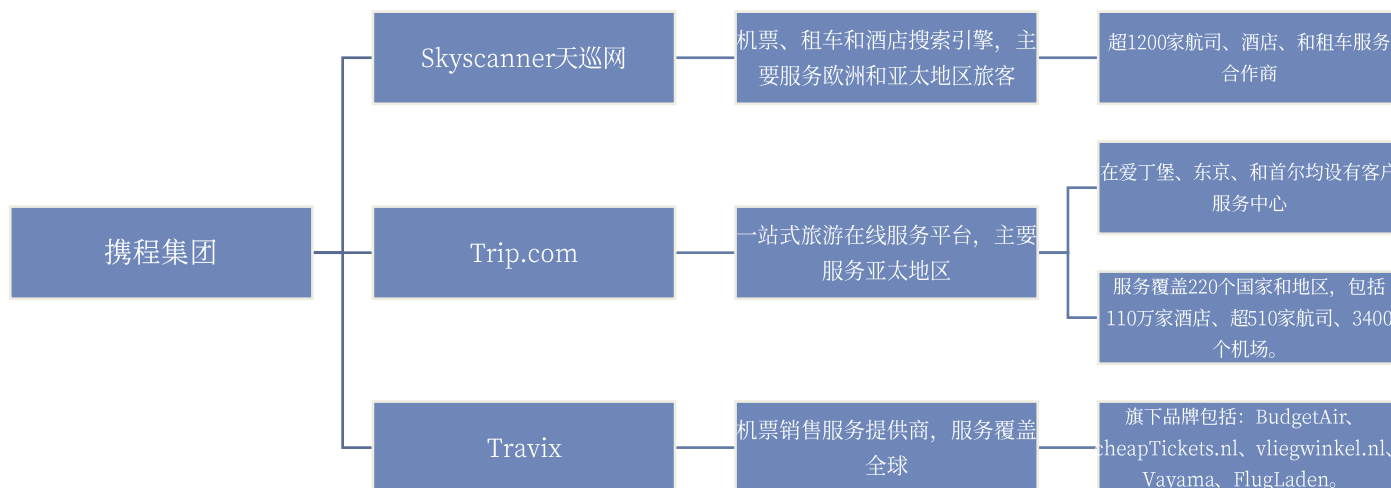
图54：部分东南亚国家 OTA 市场竞争格局（CR3）



资料来源：MakeMyTrip, 中国银河证券研究院

以 Priceline 的发展路径为鉴，2016 年以来，以携程为代表的中国 OTA 已开始通过并购等方式布局国际化业务，并在东南亚市场上取得良好成果：

图55：携程海外品牌矩阵（画图）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

1) 收购 Skyscanner 天巡网为携程打开国际机票业务和海外市场流量大门。2016 年，携程与英国旅游搜索平台 Skyscanner 天巡的主要股东达成协议，收购主要股东全部股份，估价约在 120 亿元人民币左右。被收购后天巡网保持以独立品牌运营。天巡网主要为出游人群提供机票航班搜索服务，使用户可以即时对比上百家旅行网站的机票、酒店、和租车产品。网站拥有 6000 万左右的月活用户，每年完成超 20 亿次的机票搜索请求。天巡网服务约 190 个国家，支持超 30 种语言，知名度在欧洲、亚太、和美国等地均远超携程，同时作为全球最大的机票搜索网站之一，天巡网携带巨大流量。此次收购增强了携程国际机票业务的实力，同时拓展了携程的海外用户基础，使公司拥有足够流量以为后续项目做准备。

2) 通过并购本土品牌，获取用户流量从而进入目标市场：

i. 2017 年携程收购了美国旅行搜索初创公司 Trip.com 和 Trip.com 域名。Trip.com 成立于 2010 年，被收购前为旅行社交平台，用户可以在平台上对餐厅酒店等旅游设施进行打分和内容分享，同时平台以 AI 技术和预测模型为用户进行行程安排和活动推荐，拥有约 350 万注册用户，月活用户约 150 万。携程在收购 Trip.com 后，将其转型为集住宿预订、交通出行、和旅游产品服务为一

体的在线旅游服务平台，并作为携程海外版的定位进行运营，其任务重点为向亚太地区推出完善的旅游服务。

ii. 战略投资 MakeMyTrip，进入印度市场。携程于 2016 年对 MakeMyTrip 进行了战略投资，2019 年时通过与 Naspers 换股的方式成为了 MakeMyTrip 最大的股东。MakeMyTrip 为印度最大的 OTA 平台，提供交通出行、住宿预订、打包产品等一系列旅游服务，截至 2019 年已于印度本地超 6 万家酒店达成了直接合作关系。携程看重印度旅游市场发展潜力，对 MakeMyTrip 的收购使其获取了对当地市场份额的掌控，且双方国际业务重点发展地区均为亚洲，存在许多共同市场。双方开展资源整合，为各自旅客打造更加全面的产品和价格选择。

iii. 投资海鸥假期和纵横集团，拓展美区供应链。携程于 2016 先后对美国西部最大的地接社海鸥假期和美国东部最大的地接社纵横集团进行战略投资。海鸥假期以 B2B 模式经营，服务美国、加拿大、中国、澳大利亚等地 2000 多家旅行社；纵横集团则每年接待超 30 万游客。两家公司合计在北美目的地华人跟团游市场中占据超 50% 的份额，投资后将助力携程打造北美目的地服务和采购体系。同时，携程于 2017 年收购境外专车公司唐人街，目标进一步拓展境外地接供应链，完善其境外目的地专车服务。

表5：携程海外投资项目

时间	公司名	公司原有业务简介
2015	Travelfusion	主打廉价机票的搜索、查询、和预订的英国网站。合作伙伴包括 200 多家低成本航空公司、铁路运营商、和 30 多家酒店。
2016	纵横旅游	美东最大地接社，主打美国东海岸旅游服务。
2016	Skyscanner 天巡	欧洲机票搜索引擎平台，针对上百万条航线以及汽车族零和酒店等服务进行即使在线比较。
2017	Trip.com	社交旅游推介点评服务平台，提供行程计划、酒店预订等功能。
2017	Twizoo	位于英国伦敦的初创公司，平台帮助品牌企业自动将相关社交内容植入数字产品。
2018	Travstarz	印度 B2B 旅游预定平台。
2016; 2019	MakeMyTrip	印度最大/最老牌的在线旅游平台，服务包括交通预订、酒店预订、假期规划等旅游服务。
2020	Travix	荷兰机票销售服务提供商，业务覆盖欧美亚洲市场，在日本韩国新加坡台湾等地均有服务。

资料来源：IT 橘子、携程集团公司公告、中国银河证券研究院

受益于多年海外布局，携程国际业务营收进入收获期。携程国际业务现已完全摆脱疫情影响，开始发挥营收增量潜力。截至 3Q22，公司海外平台 Trip.com 的预订额已基本与疫情前持平，3Q23 预定额同比增长 100%，相较携程其他业务板块，国际业务板块增速势头强劲。同时，受对外开放政策和免签等政策影响，2Q24 国外友人入境游同比增长 200%，入境业务占 Trip.com 业务收入 25%。现阶段公司海外平台 Trip.com 占总营收的 10.5% 左右，2Q24 营收约 13.4 亿元，同比+70%。公司预测自 2024 年起，公司国际业务将在接下来三至五年内保持一个较高的两位数的复合增长率，并将营收占比提升到 15%-20% 左右。

三、投资建议

(一) 从 Booking、Expedia 看海外龙头估值体系

Booking Holdings 从上市至今已经历 20 余年的发展，其估值变化主要可以分为以下四大阶段：

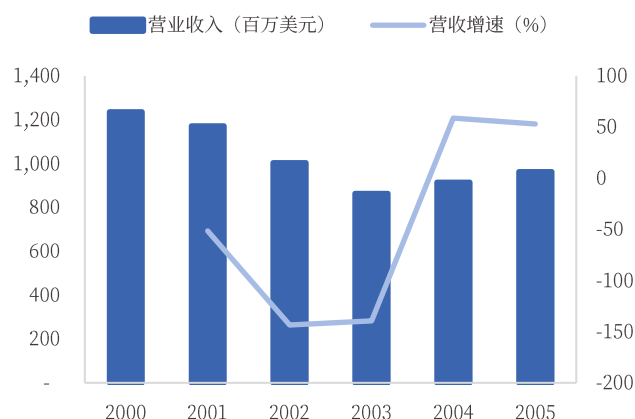
1) 1999-2005 年：互联网泡沫和业务探索下导致的动荡期。1999 年-2000 年期间互联网泡沫逐渐达到顶峰，科技行业动荡不安，Priceline.com (Booking Holdings 前身) 股价下跌幅度极大。同时，公司营收受机票影响较大，因此 2001 年起的本土航空业业务缩水直接导致了公司营收的下降，驱动公司开始拓展新业务发展路线。2004 年-2005 年期间分别收购英国公司 Active Hotels 和荷兰公司 Booking B.V.，表明公司开始大力探索海外业务。总的来说，1999-2005 年期间市场影响因素较大，且公司自身仍处于业务探索期，导致期间营收与利润增速较波动较大。

2) 2006-2011 年：海外业务高速发展，推动年平均 PE 估值达到历史最高点 39X。自 2006 年 Booking.com 正式成立后，公司海外业务开启快速扩张阶段母公司整体营收增速和扣费归母净利润增速均处于较高水平，拉动公司 PE 估值提升。自 2006 年开始公司 PE 估值一路升高，2007 年时保持在 35X-45X 左右，分位点保持在 80%-99% 之间，表明市场对公司发展趋势极为看好。2008 年开始美国金融危机达到顶峰，导致了全球范围内的经济衰退和股价下跌，市场出现恐慌情绪，导致投资者对于风险较高的成长型企业降低预期，导致了公司 PE 估值的迅速下降。同时金融危机期间全球旅游消费需求大幅下降，消费者开始减少非必要的旅行支出，影响了公司的收入情况，导致其股价承压。2009 年下半年至 2010 年初，全球经济出现复苏迹象，金融市场和资本市场开始回升，Priceline 继续拓展国际市场业务，其业务回归高速发展期，且公司于 2011 年正式超越 Expedia 成为全球规模最大的 OTA 平台，驱动公司 2011 年 PE 估值平均在 39X 左右，为过去 20 年间（剔除疫情影响）年平均估值最高点。

3) 2012-2019 年：业务进入有机生长稳定期，基本保持在 30X 以下。公司自 2012 年后开始进入业务有机发展阶段，凭借先前的国际收购稳定拓展其在国际市场上的业务规模，欧洲和亚洲市场逐渐成熟，导致公司营收增速由之前的高速增长开始逐渐放缓。市场对公司的估值水平有所调整，2012-2016 期间公司平均 PE 估值基本稳定在 30X 以下。2017-2018 年期间，公司营收保持稳定增长，但公司股价增速超越其 EPS 增速，推动 PE 值上涨，主要由于全球旅游业的优秀表现以及亚太市场的崛起，使得投资者对 Booking Holdings 作为全球 OTA 领头品牌地位给予高度认可，估值溢价明显。2019 年公司主营的代理模式营收出现负增长，主要由于 Booking.com 旗下代理模式合作的酒店预定量的大幅减少，批发模式下运营酒店增速可观，但总体量较小导致整体营收和利润增速放缓，市场对其估值水平较低。

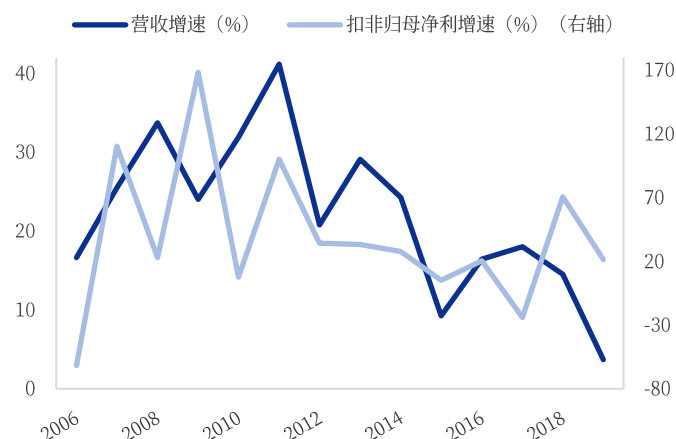
4) 疫情后公司 PE 估值稳定在 20X-30X 之间。疫情结束后，公司积极调整其营业结构，推动高利润率的批发模式业务占比提升。同时，受益于亚洲市场的逐渐恢复和欧洲市场对旅游的强劲需求，公司 2023 年营收和扣非归母净利润净增长率分别保持在 25.0%/40.3%，在此基础上，公司 PE (TTM) 估值稳定在 20X-30X 之间。

图56: 2000-2005 年期间 Booking Holdings 营收情况



资料来源: Booking Holdings 公司公告, 中国银河证券研究院

图57: Booking Holdings 营收及扣非归母净利润增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图58: Booking Holdings 往年 PE 估值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

与 Booking Holdings 相比下 Expedia 业务发展较为平稳, 主要可分为以下三个阶段:

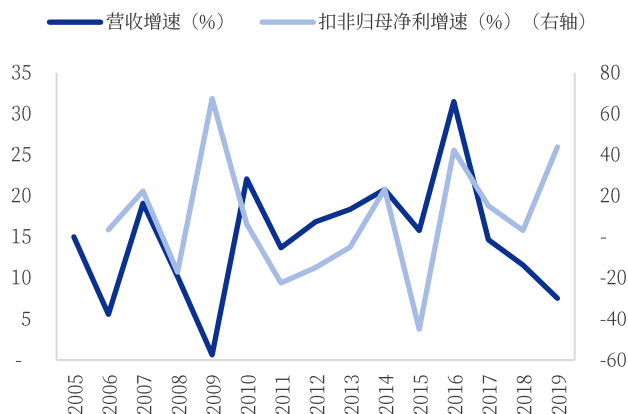
1) 2005-2013 年: 公司业务增量主要来源于有机生长, 国际拓展速率不及 Booking Holdings, 导致 PE 估值于 15X-30X 间波动。从 2006 年至 2008 年期间, Expedia 的营收增速相随稳定, 年增长保持在 5%-20% 之间, 国内业务发展和国际业务拓展在在线旅游市场快速发展的情况下实现有机增长, 但相比 Booking Holdings 其国际业务拓展增速较为缓慢, PE 估值保持在 20X-35X 区间内波动。2008-2009 年受金融危机影响整体估值水平下降。金融危机结束后公司继续稳定拓展其业务, 估值水平在 15X-30X 间波动。

2) 2014-2019 年: 新业务拓展带来增量点, 但长期效果不显。公司 2015 年营收同比+15.8%, 净利和扣非净利同比分别+92.0%和-45.0%, 主要由于公司于 2015 年出售所持 eLong 股份, 导致公司获取大量收入但营收贡献变少, 导致当期 PE 估值出现下滑。但同期, 公司分别收购了 Orbitz 和 Homeaway, 致使 2016 年营收和扣非净利分别同比+31.5%/42.3%, 主要增量点在于 Orbitz 促进公司机票板块规模同比+32%、Homeaway 带来的新增住宿营收、和其他原有业务的有机增长。

新业务增量点促使估值在 2016 年年中急速攀升。2017 年-2019 年期间，公司营收同比分别 +14.7%/11.6%/7.5%，其业务增速主要来源其核心 OTA 业务的有机增长，美国保持为营收贡献主力，其营收基本在 44% 左右。由于缺乏新增增量空间，公司增速滞缓，导致估值水平一路下滑。

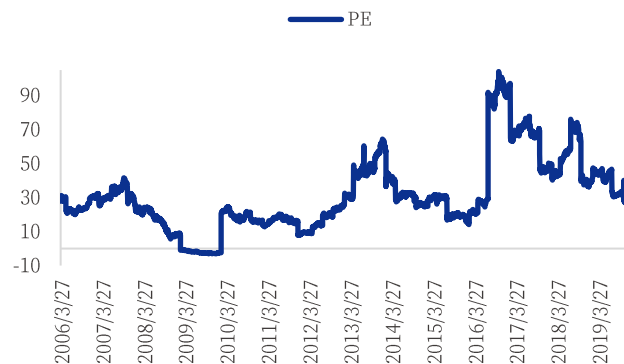
3) 疫情后估值水平保持在 15X-25X 之间。疫情后公司恢复速度慢于 Booking Holdings，营收水平于 2023 年完全恢复至疫情前水平，营收和扣非利润同比均在 10% 左右，整体增量无亮点，美国业务占比扩大至 36.5% 左右，目前 PE 估值稳定在 15X-25X 之间。

图59: Expedia 营收及扣非归母净利增速



资料来源: Expedia 公司公告, 中国银河证券研究院

图60: Expedia 往年 PE 估值(剔除疫情影响下异常数据)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 国内 OTA 平台：国际业务潜力可观，估值仍有提升空间

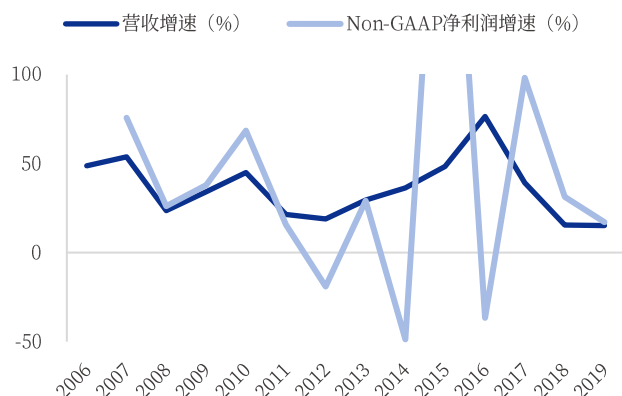
携程作为国内 OTA 龙头，其发展阶段和估值变化可主要分为以下三个阶段：

1) 2006-2015 年：在市场竞争中逐渐稳固龙头地位，市场对携程发展持乐观态度支撑估值溢价。2006-2010 年期间，携程的营收水平保持着强劲的增长，同比增速在 40% 上下浮动，主要得益于中国国内旅游市场的快速拓展和互联网的普及，使得在线旅游市场渗透率显著提高，携程凭借其在机票、酒店预订业务的领先地位，持续扩大市场份额，盈利能力得到了极大的提升，Non-GAAP 净利四年复合增长率达 51%，推动携程 PE 在此期间维持较高水平，5 年平均值约为 56X。2011-2014 年，伴随市场竞争加剧，为保持市场份额，携程加大了其营销和产品开发投入，导致 2012 年、2014 年 Non-GAAP 净利负增长的情况。但由于彼时正值中国由 PC 互联网向移动互联网转型阶段，以及行业开始出现重组并购，因此市场仍给予较高估值。

2) 2015-2017 年：国际业务初步布局，业务高速增长驱动 PE 估值达 66X。2015-2017 年期间携程开展一系列的收购与投资，如收购 Skyscanner 天巡网、Trip.com、战略投资 MakeMyTrip 等。此举大幅拓展了其国际业务和市场份额，提升了公司的收入规模，Non-GAAP 净利三年复合增速达到了 71%。期间，除了 2016 年当期的股份支出费用导致该年度出现负盈利，其余市场携程仍维持了 30X 以上的 PE (TTM)。

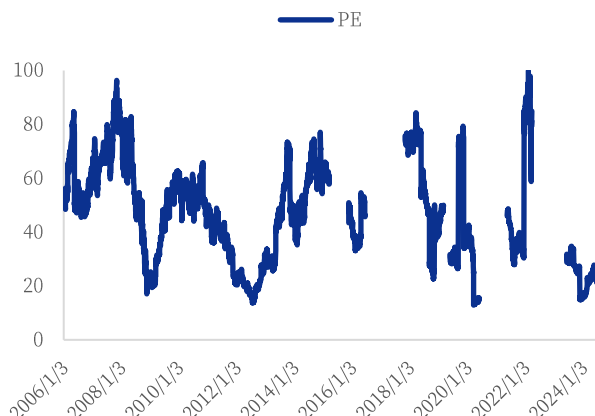
3) 2018-2019 年：营收与 Non-GAAP 净利增速放缓，估值开始回调。自 2017 年开始，伴随中国居民旅游人次增长放缓，携程营收增速开始跟随下降，2018 和 2019 年营收增速稳定在 15% 左右。而随着携程营收增速放缓，市场对携程未来增长预期也有所降低，PE 估值出现回调。

图61: 携程营收及 Non-GAAP 净利润增速



资料来源: 携程集团公司公告, 中国银河证券研究院

图62: 携程往年 PE 估值 (剔除异常数据)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 投资建议

综上所述, 借鉴 Booking、Expedia 不同阶段估值体系变化, 我们认为成熟的国际化 OTA 平台公司估值区间位于 20-30 倍 PE。当前国内 OTA 平台龙头公司正处于国际化业务、出境游业务拓展的早期阶段, 未来有望在国内游业务保持稳定增长的基础上, 开辟新的增长曲线, 整体增长动能依然充足。目前携程、同程对应 24 年经调利各为 143 亿元和 26 亿元, 24 年营收预计增速分别为 18%和 19% (同程仅计算核心 OTA 业务, 剔除新增度假业务), 高于 Booking 对自身 24 年营收增长 7%的指引。携程、同程 24 年 PE 值预测为 21X 和 16X, 携程略低于 Booking, 同程仍存在一定差距, 在业务高增长的驱动下, 我们认为估值水平仍有望进一步提升。

表6: 重点公司 PE 预测 (截至 8 月 21 日)

公司	2023A	2024E	2025E	2026E
携程	18.28	20.83	17.26	14.34
同程	20.93	16.38	11.93	8.99
Booking Holdings	25.68	21.9	18.85	15.66
Expedia	18.07	14.4	10.86	8.27

资料来源: 携程/同程公司公告、NASDAQ、中国银河证券研究院

四、风险提示

（1）宏观经济下行的风险：旅游需求高度依赖经济的健康状况，宏观经济表现疲软，居民旅游消费减少，则会导致 OTA 平台交易量下降、营收减少。

（2）业务拓展不及预期的风险：国际业务拓展具有不确定性，若拓展进度低于预期，OTA 平台可能无法保持其增长动能。

（3）汇率波动风险：国际业务收入和成本以外币计价，汇率的剧烈波动可能会直接影响公司的财务表现。

。

图表目录

图 1: 国内旅行人数统计.....	4
图 2: 2024 年国内假期出游人数较 2019 年增长率	4
图 3: 未来三个月准备增加支出的项目	5
图 4: 1-7 月社零细项增速（按类别）	5
图 5: 中国 50 岁以上人口增长趋势	5
图 6: 2023 年 9 月银发人群对互联网二级行业使用规模同比增速.....	5
图 7: 不同消费群体对宏观经济信心程度	6
图 8: 2024-2034 各年龄段人群消费增量空间预测（万亿美元）	6
图 9: 2023 年旅游的意义排名前五.....	6
图 10: 2024 五一假期旅游人次同比变化	6
图 11: 全国旅游消费总额/携程营收/同程营收较 2019 年恢复程度	7
图 12: 全国旅行社营收统计	8
图 13: 2015-2023 在线旅游预定用户规模及使用率	8
图 14: 三大航司佣金支出占总营收比例	9
图 15: 中国酒店业连锁化率.....	10
图 16: 北京首旅酒店销售佣金支出和营收占比	10
图 17: 锦江酒店中高端酒店新增和占比情况	10
图 18: 首旅酒店中高端酒店新增和占比情况	10
图 19: 大陆酒店业/其他住宿业设施数量（2023 年 vs 2019 年）	11
图 20: 近十年民宿企业注册量和增长率	11
图 21: 2023 年 3 月中国在线旅游平台不同城市活跃用户规模同比增速	11
图 22: 2023 年城乡网民网络消费分类别渗透率情况.....	11
图 23: 1999-2020 年在线旅游行业重大事件	12
图 24: 2021 年 OTA 平台市场份额.....	13
图 25: 1995-2005 年期间美国互联网渗透率	14
图 26: 美国地区 1Q25 预订额同比增速.....	14
图 27: 1995-2010 年期间欧盟 27 国 GDP 总额和增长速率	14
图 28: 1995-2010 年期间欧盟地区网络渗透率	14
图 29: 2006-2010 年各地区旅游市场规模（十亿美元）	15
图 30: 2000-2008 年欧洲在线旅游市场发展趋势	15
图 31: 欧洲独立酒店占比.....	15
图 32: Priceline.com 现金及现金等价物	16

图 33: Name Your Own Price 投标界面.....	16
图 34: Booking.com/Expedia 除美国外其他地区营收增速.....	16
图 35: Booking.com 营收结构.....	16
图 36: Booking B.V.早期预定页面.....	17
图 37: Booking.com 营收水平和增速（分商业模式）.....	18
图 38: 2004-2011 年期间线上广告费用增速和营收占比.....	18
图 39: 2004-2011 年期间线上广告费用占营业费用比例.....	18
图 40: KAYAK 营收情况（千美元）.....	19
图 41: 各 OTA 公司及其附属平台在 KAYAK 营收中占比.....	19
图 42: Priceline.com 出海路径.....	19
图 43: Booking Holdings 营收和增速.....	20
图 44: Booking Holdings 净利润和增速.....	20
图 45: Expedia 各商业模式下营收占比.....	20
图 46: 东南亚地区人均 GDP 情况.....	21
图 47: 东南亚地区人均消费支出情况（美元）.....	21
图 48: 东南亚地区人口变化.....	21
图 49: 东南亚地区 30 岁以下人口占比远高于全球平均.....	21
图 50: 东南亚地区旅游市场规模.....	22
图 51: 东南亚地区国际旅客出发/到达人次（百万）.....	22
图 52: 东南亚部分国家独立酒店/连锁酒店占比.....	22
图 53: 中、美、东南亚旅游市场在线化率.....	22
图 54: 部分东南亚国家 OTA 市场竞争格局（CR3）.....	23
图 55: 携程海外品牌矩阵（画图）.....	23
图 56: 2000-2005 年期间 Booking Holdings 营收情况.....	26
图 57: Booking Holdings 营收及扣非归母净利增速.....	26
图 58: Booking Holdings 往年 PE 估值.....	26
图 59: Expedia 营收及扣非归母净利增速.....	27
图 60: Expedia 往年 PE 估值(剔除疫情影响下异常数据).....	27
图 61: 携程营收及 Non-GAAP 净利润增速.....	28
图 62: 携程往年 PE 估值（剔除异常数据）.....	28
表 1: 中国旅游重点政策.....	7
表 2: 中国在线旅游重点政策.....	8
表 3: 旅游市场增量空间测算（单位：亿）.....	11
表 4: Expedia 早期重大国际收购项目.....	21
表 5: 携程海外投资项目.....	24

表 6: 重点公司 PE 预测 (截至 8 月 21 日)	28
-------------------------------------	----

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾嘉闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8 年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022 年 7 月加入中国银河证券。曾获 2022 第十届 Choice 社会服务业最佳分析师，2020 年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn