

证券研究报告 | 旅游综合 | 2025年01月10日

# 互联网传媒团队·行业深度报告

一超多强，国内+出境+入境三重机遇  
——OTA行业及重点公司研究框架

分析师

郝艳辉

登记编号：S1220524050002

李珍妮

登记编号：S1220523080002

# 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

- **OTA赛道值得重点关注的底层逻辑是什么？** ①需求端看**体验性消费复苏强劲**，OTA行业经历过疫后压抑性爆发需求后，当前依然维持高速增长，在宏观经济较弱的背景下表现了较强的口红效应；②**竞争格局缓和**，携程、美团酒旅、同程和抖音头部平台纷纷摒弃过往烧钱策略，步入稳健运营期，表现在财报上的数据就是takerate的提升；③国内**OTA出海**如火如荼，带来增量。④从底层商业模式看，商业模式稳健且可持续性强，产业链话语权处于优势地位。
- **本篇报告的核心架构是什么？** 本篇报告是我们恒生科技系列深度报告之一，从基础的研究框架聊起。希望能通过对OTA行业分析，以及携程集团、同程旅行底层商业模式拆解、各块业务的拆分、历史复盘，以及业绩与估值研究，对携程集团和同程旅行究竟是怎样的公司有整体的认知。
- **风险提示：** 宏观经济复苏低于预期风险；平台经济政策风险；OTA行业竞争加剧风险；

# 目录

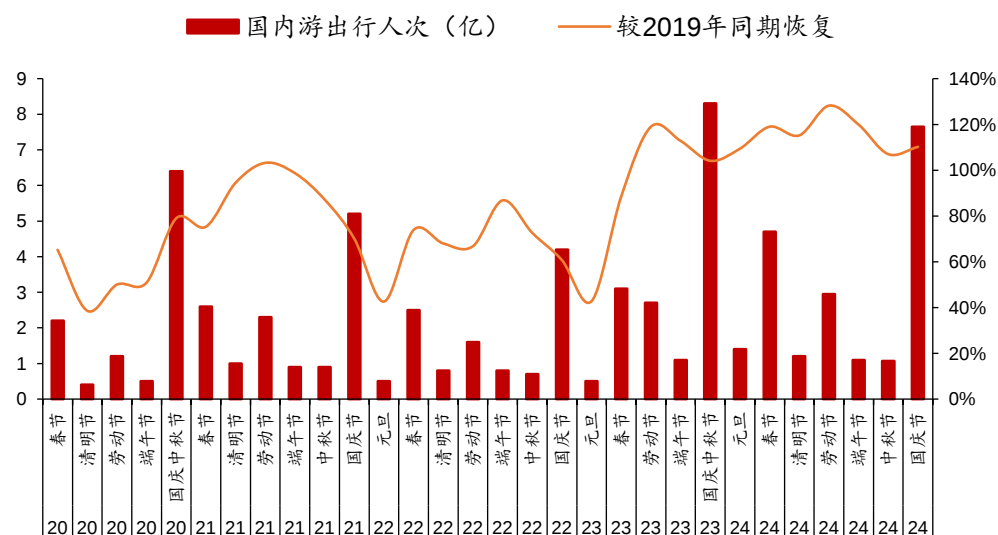
- OTA行业分析
- 携程集团分析
- 同程旅行分析

## 1.1 中国旅游行业发展概览：国内游景气度逐步复苏

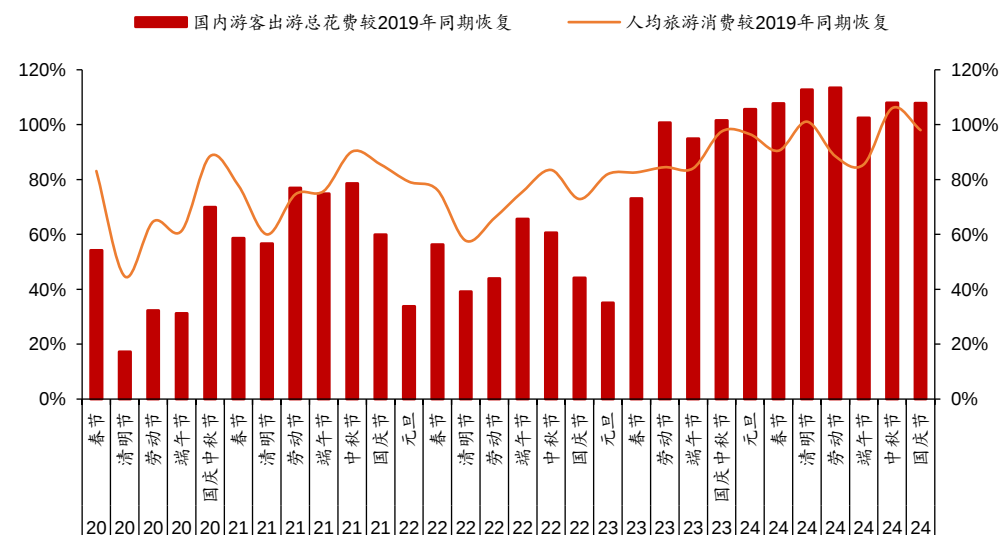
■国内游人次：20年后，国内游人次稳健恢复。根据文旅部数据，24年劳动节出行人次达2.95亿，相比于2019年同期增长28.2%，24年端午节出行人次达1.1亿，相比于2019年同期增长19.9%，24年国庆节出行人次达7.65亿，相比于2019年同期增长10.2%。疫情期间旅游需求被压抑，疫情之后旅游需求被逐步释放，国内游人次恢复至19年水平。

■国内游消费：20年至今，国内游景气度逐步回升，人次恢复良好。根据文旅部数据，24年劳动节国内出游总消费达1668.9亿元，相比于2019年同期增长13.5%，人均消费相比2019年同期增长-11.5%。24年端午节国内出游总消费达403.5亿元，相比于2019年同期增长2.5%，人均消费相比2019年同期增长-14.5%。国庆国内出游总消费达7008.17亿元，较2019年同期增长7.9%，人均恢复至2019年同期的98%。国内游人次恢复情况良好，但总消费额恢复稍弱，而且人均消费恢复情况反应整体旅游消费水平下降，呈现量增价弱倾向。

图表：节假日旅游出行人次情况



图表：节假日旅游出行消费情况

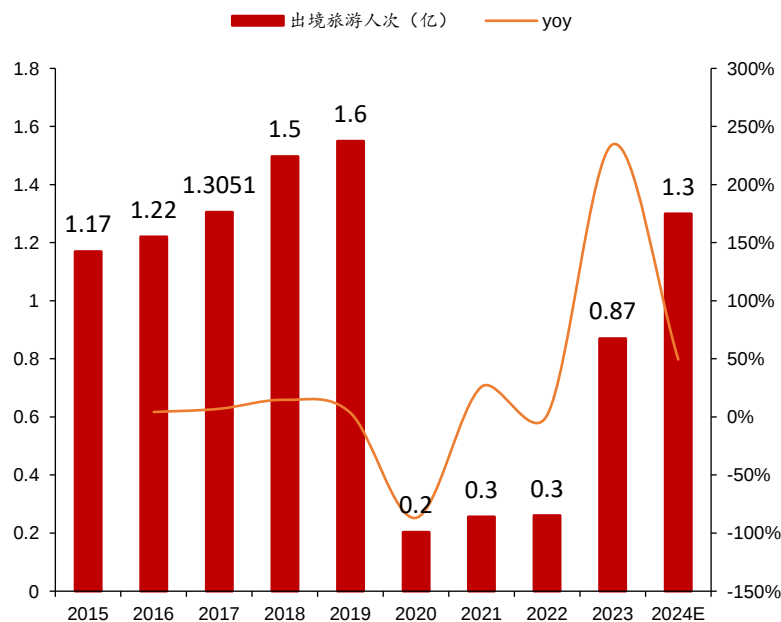


## 1.1 中国旅游行业发展概览：出境游市场加速复苏，渗透空间广阔待挖掘

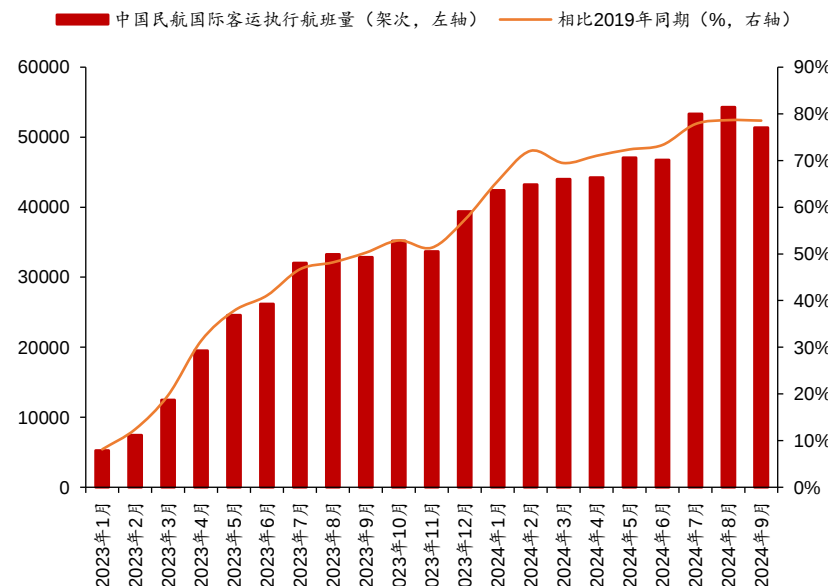
■ **从规模看，出境游市场处于疫后复苏阶段。**2023 年中国出境游人次达8700万，同比增长190%，恢复至2019年的56%。根据中国旅游研究院预测，2024年的出境游将达1.3亿人次，恢复至2019年的84%。需求端主要由免签政策驱动，多国签证政策放宽，出境旅游更加便捷。供给端则由航空运力支撑，与2019年同期比较，2023年民航国际客运航班量从年初的10%分位提升至年末的56%，2024年9月恢复至79%。我们认为供需双驱动正形成飞轮效应，加速疫后复苏。签证政策和航班运力直接影响出境需求，而出游需求增长反过来推动运力投放，带动价格回落，进一步对出游需求形成正向循环。

■ **从结构看，国内居民出境游需求仍有待挖掘。**根据世界银行，2019年中国出境游达到1.55亿人次，渗透率约11%，对比其他发达国家仍有较大提升空间。我们认为随着我国居民收入水平提升、签证便利化、以及航班网络的扩展，出境游需求有望进一步释放。

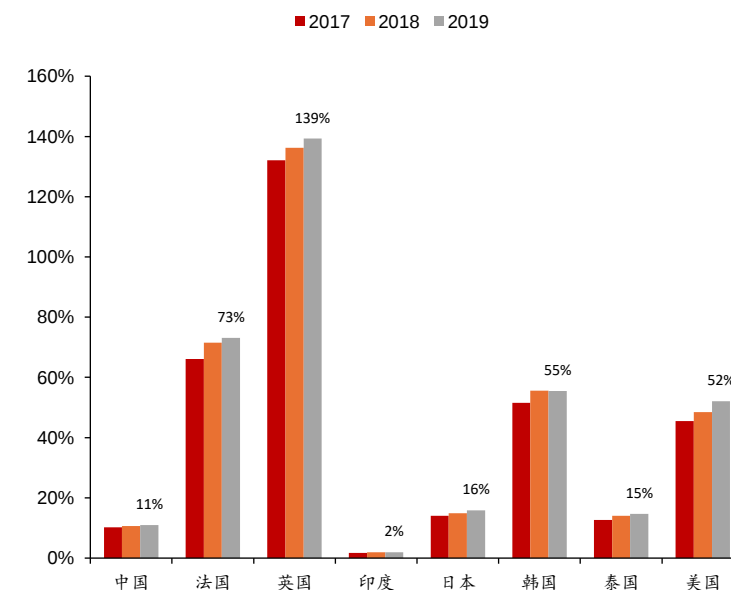
图表：中国出境游人次



图表：中国民航国际客运航班量逐步恢复



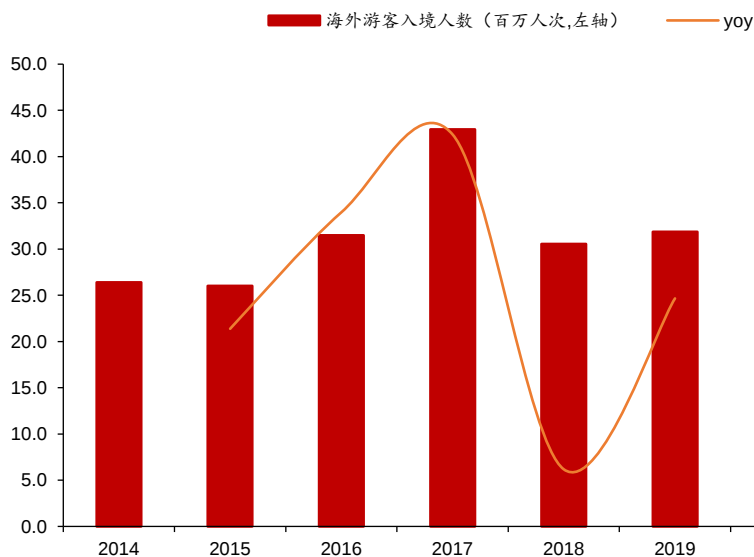
图表：各国出境游渗透率



## 1.1 中国旅游行业发展概览：免签政策助力入境游显著复苏

■免签政策或成入境游边际增量，成效显著。根据国家统计局，2023年我国海外入境游客达13.8百万人次，恢复至2019年的43%。这主要得益于通关程序恢复和免签政策优化。通关程序方面，随着疫情防控政策调整，2023年我国逐步简化入境手续，并于11月1日取消入境旅客的健康申明卡申报要求，至此，入境流程完全恢复至疫情前的常态。免签政策方面，在恢复入境签证的基础上，我国扩大了72/144小时过境免签适用国家范围，至2024年10月，已覆盖54国；互免签证国家增至24个，单方面免签国家达16个。12月17日，过境免签政策进一步放宽，符合条件的54国人员可在24个省(区、市)60个口岸入境并停留最多240小时(10天)，允许跨省域通行。截至2024年1月至11月，全国入境外国人2921.8万人次，同比增长86.2%；其中通过免签入境1744.6万人次，同比增长123.3%。

图表：海外入境游客人数



图表：2023年我国入境通关程序逐步常态化

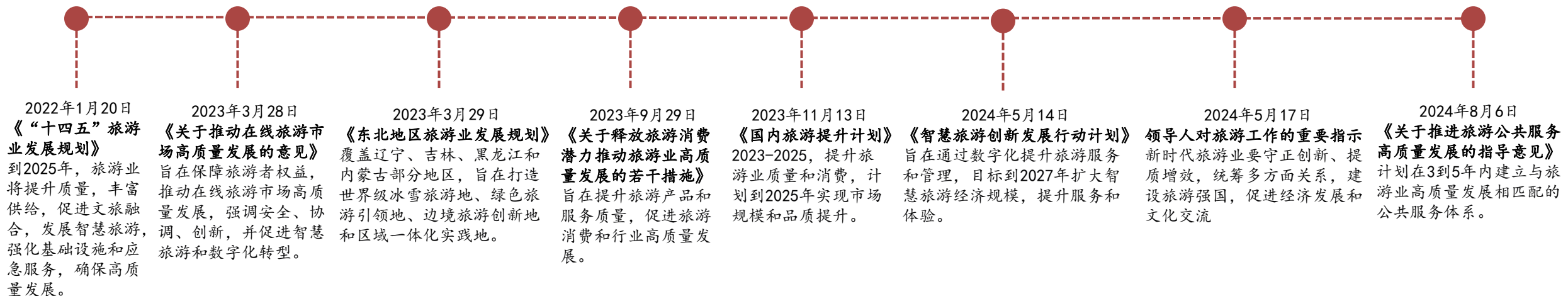


## 1.1 中国旅游行业发展概览：政策驱动，文旅迎振兴变革与机遇

■2023年以来国家出台一系列政策措施，旨在丰富旅游产品和服务供给、激发旅游消费需求、加强区域旅游协同发展、推动科技创新和智慧旅游、促进入境旅游恢复，推动旅游行业高质量发展。从政策角度观察，2023年以来国家对于文旅行业支持力度持续加强，文旅日益成为新兴战略性支柱产业。2023年政府颁布《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》和《国内旅游提升计划（2023—2025年）》等一系列政策发挥总体指导与规划作用，2024年5月17日，习近平总书记对加快建设旅游强国、推动旅游业高质量发展作出全面部署、提出明确要求。此外文化和旅游部单独或联合其他相关部门连续印发《关于组织开展2024年全国文化和旅游消费促进活动的通知》《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》《关于实施2024年度“百城百区”文化和旅游消费行动计划的通知》等政策措施，形成覆盖整个文旅产业的政策体系。

■法定节假日延长，出行需求端进一步扩容。11月12日国务院办公厅发布《全国年节及纪念日放假办法》，自2025年1月1日起施行。决定规定，全体公民放假的假日增加2天，即农历除夕、5月2日。国务院办公厅关于2025年部分节假日安排的通知12日也向社会发布。根据通知，2025年，春节放假8天，劳动节放假5天，国庆节、中秋节放假8天。法定节假日延长将有助于居民出行需求进一步释放，促进文旅全产业链发展。

图表：近年来国家出台多项政策规划刺激旅游行业发展

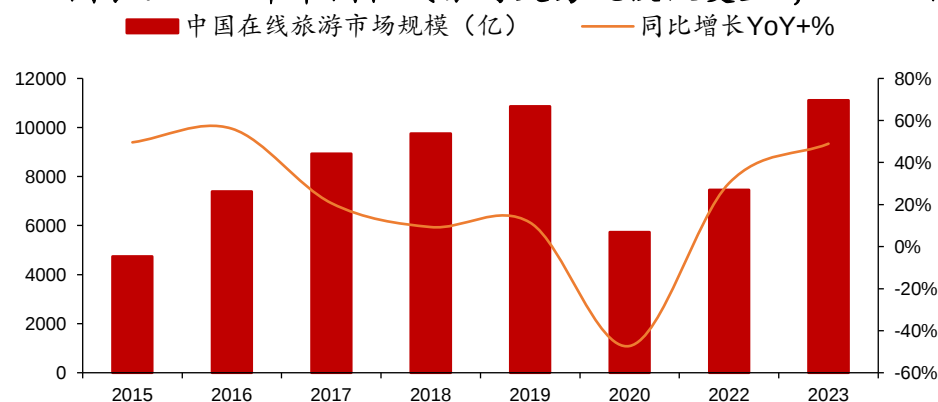


## 1.2 OTA产业框架：对接上游旅游资源供应商和下游消费者的线上渠道端

■ **行业定位**：在线旅游行业处于旅游产业链中游，是对接上游旅游资源供应商和下游消费者的线上渠道端。

■ **驱动因素**：行业成长性受到**旅游行业高成长**和**互联网技术升级、消费者线上习惯强化**下行业**在线渗透率**（主要是低线）提升双重推动。疫情长期压抑旅游需求后，目前我国旅游业整体处于休闲度假游需求反弹的恢复期，规模落后于欧美发达国家。在互联网消费方面，我国的互联网普及率和移动支付普及率已处于世界前列。在消费者线上习惯方面，疫情扰动强化消费者线上预订的习惯。这些因素共同决定了未来在线旅游行业的发展存在新增需求的标准化和升级需求的品质化两个方向。

图表：2023年中国在线旅游交易规模恢复至1,1112.6亿元



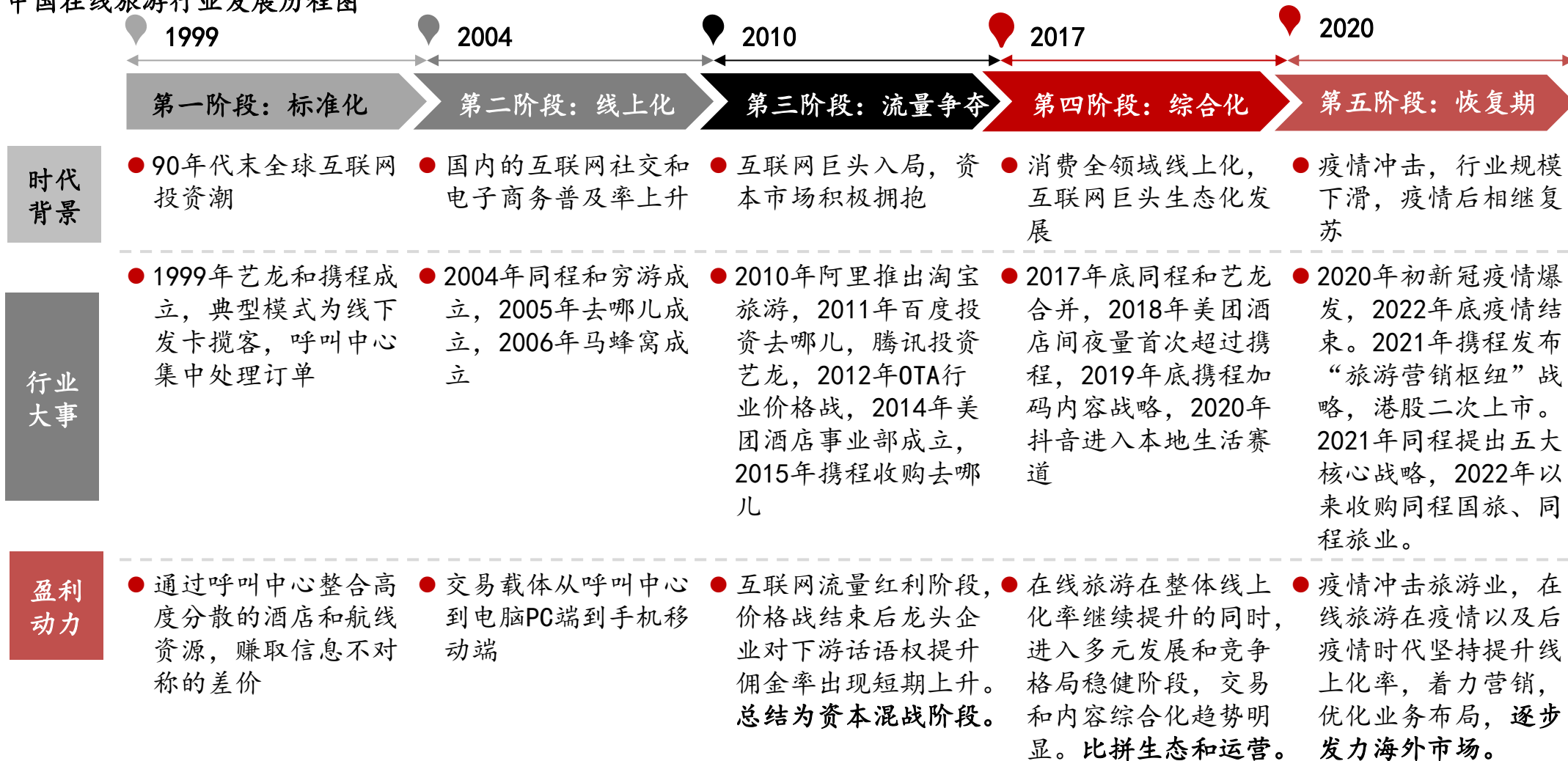
图表：在线旅游行业处于旅游产业链中游



## 1.3 OTA发展阶段：格局优化，步入疫情影响与恢复阶段

■总结：在线旅游经历了百花齐放众多APP后，到互联网巨头为首的混战期（巨头能做的就做起来，不能做的就参股），再到精细化运营的综合化阶段，受疫情冲击，正处于量增价弱的恢复期。

图表：中国在线旅游行业发展历程图



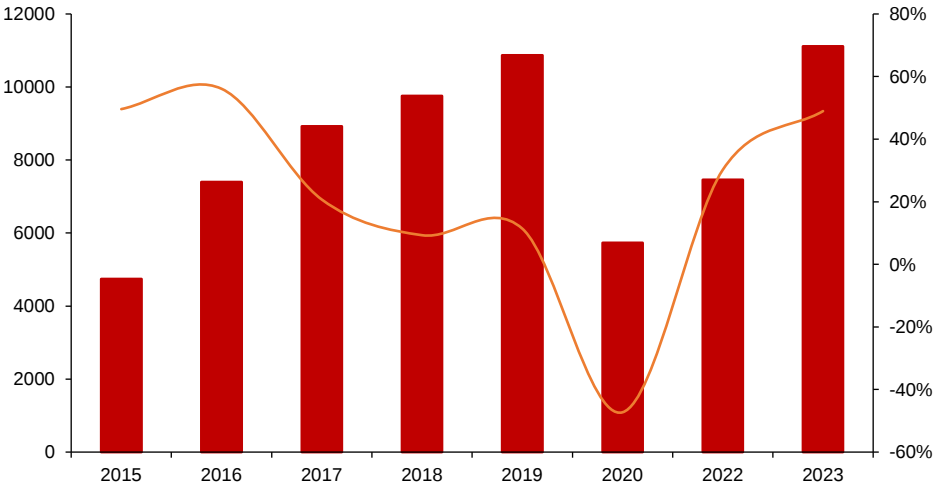
### 1.3 OTA发展阶段：竞争国内流量，发力海外市场

■疫情影响：2020年中国在线旅游市场受疫情冲击，规模急剧缩减。相比于2019年1.09万亿元的OTA交易额，2020年几近腰斩，仅0.57万亿元，下降近五成。

■企业应对：国内流量+海外市场。2021年携程发布“旅游营销枢纽”战略，该战略通过聚合流量、内容、商品三大核心板块，叠加丰富的旅行场景，进行内容转化和营销赋能，打造强大开放的营销生态循环系统。同年携程港股二次上市，发力海外市场。2021年同程旅行提出五大核心战略，包括品牌化战略、下沉市场战略、产业链赋能战略、酒店高增长战略和目的地战略。2022年同程旅行收购同程国旅，2023年同程旅行收购同程旅业。

■行业恢复：在国内龙头OTA企业的带动下，2023年中国OTA交易额达1.1万亿元，相较2019年增长2.26%，在线旅游逐渐恢复。

图表：2023年中国OTA交易额为1.1万亿元  
中国在线旅游市场规模（亿） 同比增长YoY+%

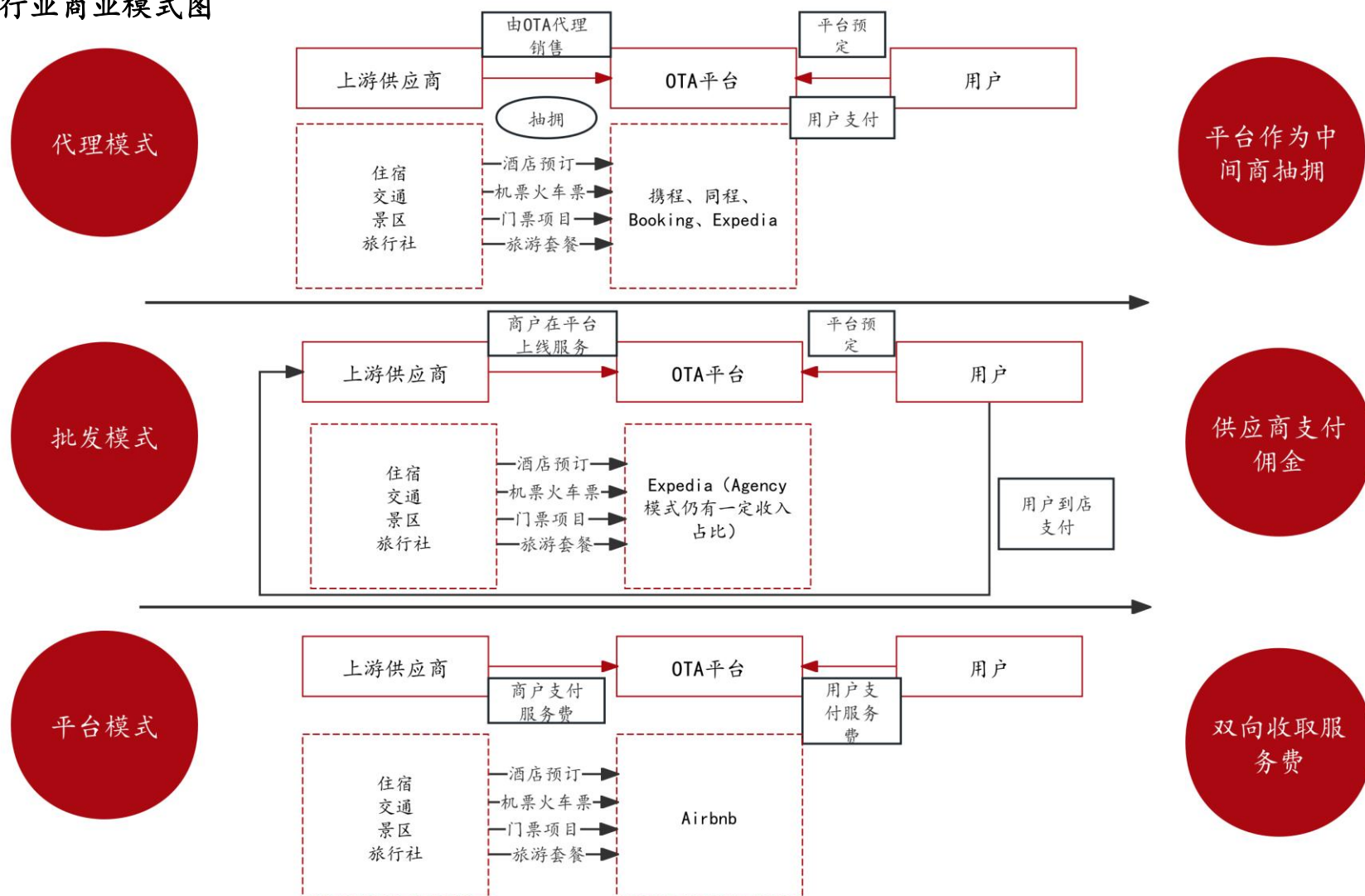


图表：疫情后OTA平台进一步角逐国内市场

|       | 携程                                                                      | 同程                                           |
|-------|-------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 2021年 | “旅游营销枢纽”战略，该战略通过聚合流量、内容、商品三大核心板块，叠加丰富的旅行场景，进行内容转化和营销赋能，打造强大开放的营销生态循环系统。 | 五大核心战略，包括品牌化战略、下沉市场战略、产业链赋能战略、酒店高增长战略和目的地战略。 |
| 重点    | 内容营销，流量转化                                                               | 下沉市场                                         |

## 1.4 OTA商业模式分析：上游集中度低、资源分散的细分市场中更有话语权

图表：OTA行业商业模式图

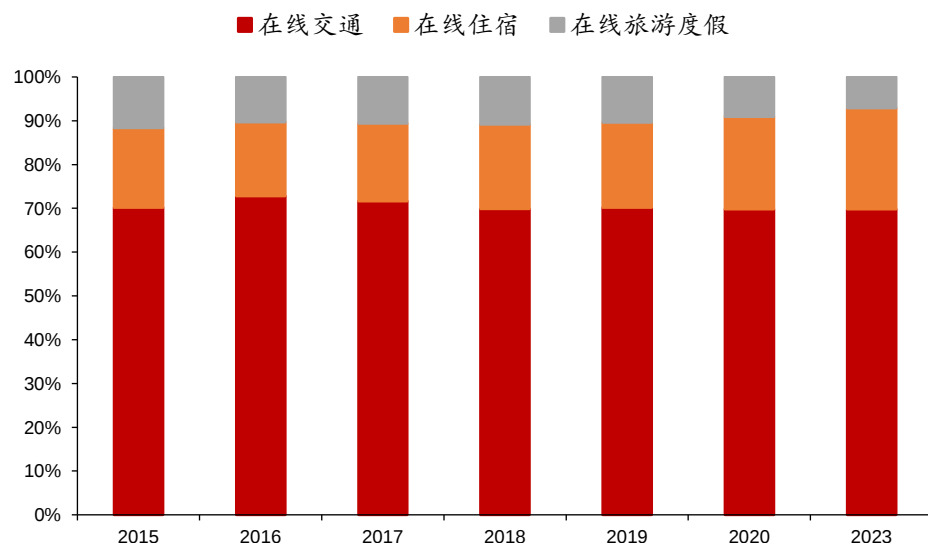


## 1.4 OTA商业模式分析：上游集中度低、资源分散的细分市场中更有话语权

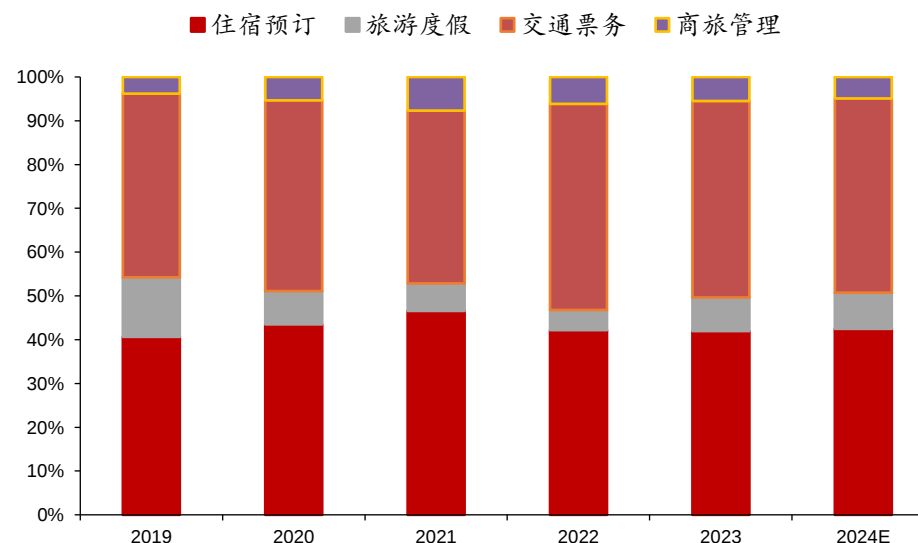
■**商业模式：**国内OTA企业主要为代理模式。OTA企业解决了线下大量零散化旅游资源的信息整合和服务组合需求，集中度低的细分市场是OTA企业主要的利润来源。商业模式的本质是解决动态不平衡的匹配价值，轻资产运营模式。

■**收入结构分析：**OTA平台的核心业务一般是住宿预订、交通票务、旅游度假、商旅管理，其中核心收入来源为住宿和交通。虽然在线交通板块的交易额占整体在线旅游行业的比例约占70%左右，酒店预订的交易额占整体在线旅游行业的比例约占20%左右，但以携程为例，交通票务为OTA企业的收入贡献占比约45%，住宿预定为OTA企业的收入贡献占比约40%。交易额和营收贡献的差异主要来自上游行业集中度。上游旅游资源端行业集中度越低，OTA企业的佣金率空间越大。携程一直是“交通引流、住宿变现”。但是2022年和2023年，携程交通票务对收入的贡献率反超住宿业务。

图表：在线交通板块在在线旅游市场交易额中占比约七成



图表：携程收入拆分表

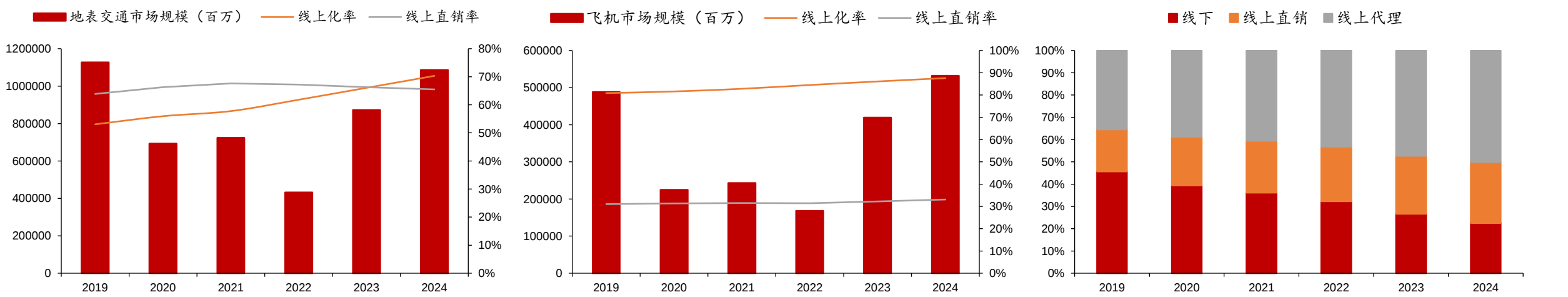


# 1.4 OTA商业模式分析：上游集中度低、资源分散的细分市场中更有话语权

■交通：铁路线上化率和直销率高，民航线上化率高，直销率低，OTA佣金率低，为引流产品：2024年，民航线上化率达88%，铁路、公路和水路等其他客运方式线上化率达70%。根据央视新闻报道，我国建成了全球访问量和交易规模最大的12306新一代票务系统，通过实施互联网售票和电子客票，彻底结束人民群众长时间排队购票、凭纸质车票乘车的历史。12306的存在提高了铁路的直销率。航司方面，民航的售票方式仍以OTA平台为主，所以直销率相对较低。

■住宿：OTA渠道占比提升速度放缓，头部酒店集团和OTA竞争趋向激烈。根据中国饭店业协会和STR Global数据，2023年中国酒店连锁化率为40.95%（当前OTA渗透率是35%），未来随着酒店行业集中度提升，OTA渠道占比增速将放缓。为了摆脱对于OTA的依赖，头部酒店集团加强了CRS的建设。数据显示，2023年华住、亚朵线上CRS占比达到62.6%和63.4%；东呈集团2022年CRS占比达到36.5%，较2020年提升了8.5%。对于中型连锁或者单体酒店而言，OTA仍是其重要的引流渠道。参照美国成熟市场，OTA的渠道份额并不会被酒店直销完全取代，交通+酒店+休闲度假的一站式服务和交叉销售对于OTA重要性越来越重要。

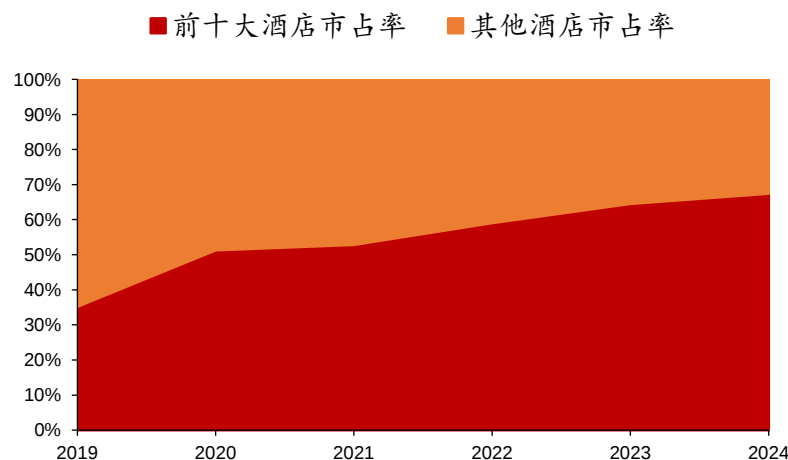
图表：2024年地表交通线上化率70%，直销率66%      图表：2024年民航线上化率88%，直销率33%      图表：2024年住宿线上化率77.5%，直销率35%



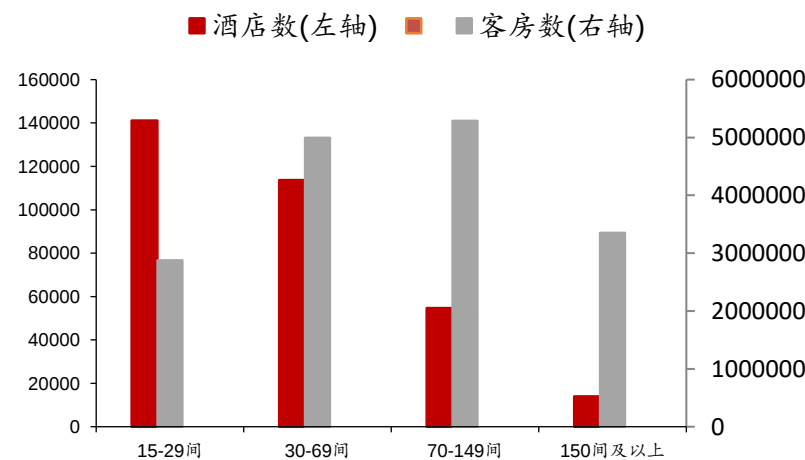
## 1.5 上游酒店集中度提高对于OTA行业的影响判断

- 中国近年来酒店行业连锁化率和直销率持续攀升。其中酒店连锁化率从18年19%增长到23年41%，线上直销率从19年19%增长到23年26%。同时大型酒店集团市场份额不断扩大，19年至23年国内十大酒店集团市占率由35%提升至65%，特别是华住、锦江、首旅等头部企业市场集中度显著增强。与此同时，这些酒店集团也在积极构建自身的直销渠道，以减少对外部平台的依赖，截至2023年底，华住/锦江/首旅中央预订比例分别达到63%/30%左右/54%（19年40%/20%左右/44%）。
- 对于中型连锁酒店和单体酒店而言，OTA是不可忽视重要分销渠道，OTA占全渠道的比例仍有提升空间。截至23年末，中国酒店连锁化率约为40.95%，酒店非连锁化率约占59.05%。按档次分，经济型（二星级及以下）/中档（三星级）/高档（四星级）/豪华（五星级及以上）非连锁化率68%/45%/57%/42%。按规模分，客房规模在70间以下的中小型酒店数占比79%，客房数占比48%。中型连锁酒店和单体酒店高度依赖OTA平台来吸引顾客，支付的佣金通常比连锁酒店高出5%到8%。即使对于头部连锁酒店集团，OTA依然是获取额外客源的关键途径，尤其是在非工作日期间，能够帮助酒店平衡商旅市场的淡季旺季波动。

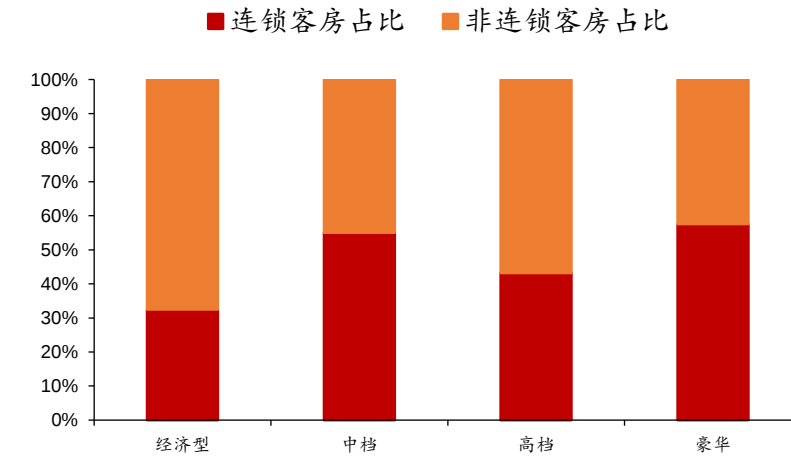
图表：中国酒店数和客房数（按规模分）



图表：中国酒店数和客房数（按规模分）



图表：中国酒店业连锁化率（按档次分）

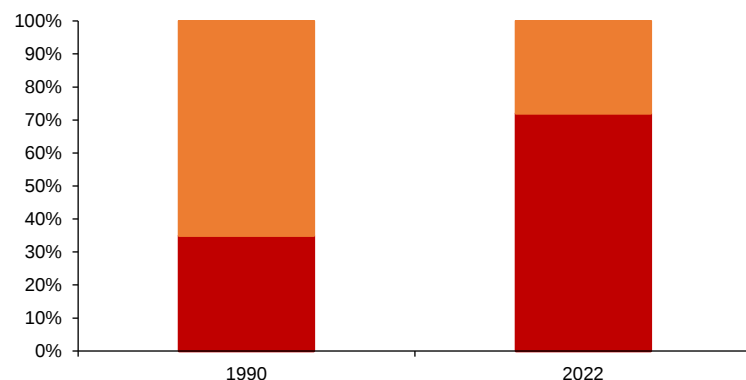


## 1.5 上游酒店集中度提高对于OTA行业的影响判断

- 长期参照美国当前逻辑，个性化/高端化需求提升。参照美国情况：美国酒店连锁化率虽然在提升，但OTA占在线酒店渠道比例也在提升。背后原因是美国休闲度假旅游业和入境游行业逐渐发展有关，消费者对个性化和一站式旅游服务的需求使得OTA占比稳中有升。OTA占酒店渠道的比例是综合因素影响的结果，并不能说明连锁化提升就导致OTA在在线酒店渠道的销售的份额就下降，主要是发展阶段的影响。
- 中美OTA占酒店全销售渠道的比例都在上升，但中国酒店自有线上销售渠道发展更快。主要是因为国内首旅、华住、锦江等以有限服务为主的酒店集团发展会员体系和线上渠道（这些酒店商旅客户占比超过50%，高消费频次带来强会员粘性），连锁化提升背景下对OTA渠道造成分流。
- 中国OTA销售额占酒店线上渠道比例有所降低，并在近三年稳定在63%附近。在连锁化率同样迅速提升的背景下，2019至今OTA占酒店线上渠道比稳定住的原因在于：下沉市场、中小单体酒店增速高于连锁化率。
- 总结：从中国酒店销售渠道的长期发展趋势看，线上化占比不断提升的趋势确定，OTA占全渠道的比例仍有提升空间。短期下沉市场、中小单体酒店的线上化提升是OTA的红利机会。长期看中国正处于从观光度假向休闲度假旅游过度的时期，国内连锁品牌在高端、奢华等休闲游相关领域的布局仍处早期。长期参照较为成熟的美国市场，即使供给集中度较高的情况下定制化、一站式休闲旅游消费者对OTA渠道仍有需求，决定了OTA基本盘。在商旅、高频、标准化服务的住宿消费场景，酒店集团直销渠道或形成分流。

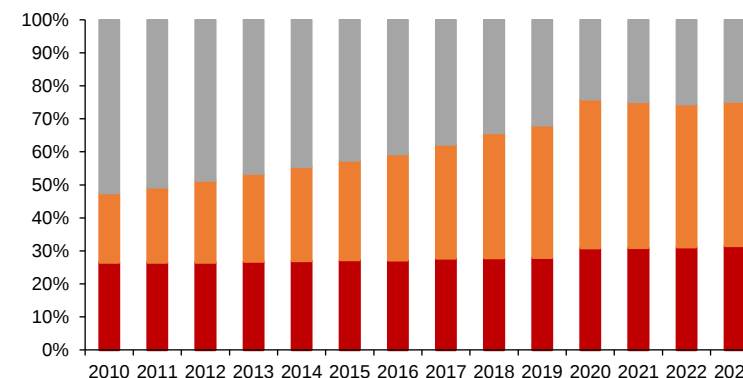
图表：2022年美国酒店连锁化率达到72%

■ 美国连锁酒店 ■ 美国独立酒店



图表：美国酒店线上代理比例持续提升

■ 美国酒店线上直销 ■ 美国酒店线上代理 ■ 美国酒店线下



## 1.6 竞争格局：格局优化，携程先发，同程错位竞争

图表：携程集团酒店收入第一，同程旅行位列第三

|                        | 携程集团（OTA占比50%+）                                       | 同程（OTA占比10%+）                                        | 美团酒店（OTA占比15%+）                             | 飞猪（OTA占比6%+）                                |
|------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 成立/上市时间                | 1999/2003年                                            | 1999/2018年                                           | 2015年/-                                     | 2014年/-                                     |
| 第一/二大股东                | 百度/CAPITAL WORLD INVESTORS                            | 腾讯/携程网                                               | 美团旗下                                        | 阿里巴巴旗下                                      |
| 营业收入（FY19/23）          | 356.66/445.1亿人民币（恢复122%）                              | 74.01/119.04亿人民币（恢复160.8%）                           | 222/410亿元（到店及酒旅）                            | -                                           |
| 酒店GMV(亿元)/间夜量*单价（FY19） | 1039/2.5亿*424元                                        | 278/1.1*265元                                         | 755/3.9亿*193元                               | 143/0.5亿*315元（根据市占率估计）                      |
| 酒店收入（亿元）/变现率（FY23）     | 173/7.6%                                              | 39/16.5%                                             | -                                           | -                                           |
| 主要供应渠道                 | 上游供货商、旅游代理商<br>BOOKING集团                              | 上游供货商、携程系内、旅游代理商                                     | 上游供货商、旅游代理商<br>BOOKING集团                    | 上游供货商、旅游代理商                                 |
| 月活用户数                  | 19年2亿（国内1.1亿）                                         | 21年2.57亿                                             | -                                           | -                                           |
| 主要流量来源                 | 先发积累、百度搜索                                             | 腾讯平台（80.7%的平均月活用户来自微信小程序）                            | 美团LBS平台                                     | 阿里生态系统                                      |
| 月活（FY23）               | 23Q2 1.46 亿                                           | 23H1 2.8 亿                                           | -                                           | -                                           |
| 单用户获客成本（FY19）          | 34.0元                                                 | 12.6元                                                | 4.7元                                        | -                                           |
| 竞争优势                   | 中高端酒店资源先发+高粘性商旅用户群；最大的呼叫中心，最早开拓海外市场；机、酒均列行业之首，综合性优势突出 | 腾讯流量入口+携程住宿资源支持；技术能力领先，OTA向ITA转型；机、酒均位列行业前三，交叉销售优势凸显 | 美团系流量支持，低星住宿资源丰富；迎合年轻人需求和本地化趋势；地推团队低线城市作战力强 | 阿里系流量支持，平台模式赋能商家；迎合年轻人需求和出境游趋势；支付宝、阿里云等直接支持 |
| 阶段问题                   | 海外市场需求波动，低线城市渗透不足                                     | 对腾讯的流量依赖、携程的资源供应依赖                                   | 高星酒店资源不足，交通资源尚不丰富                           | 酒店预订发展不足，阿里导流效应减弱                           |
| 未来战略                   | 拓展服务产品，提高内容提供能力，提高服务质量、投资技术，推进全球化                     | 加强低线城市渗透，强化腾讯渠道高效获客，投资技术                             | 拓展高星酒店业务，发展门票及旅游套餐等业务                       | 打造“新旅行联盟”概念，推进平台化模式                         |

注：携程网、美团酒店、飞猪自19年起无公开间夜量、年交易用户数信息；美团酒店、飞猪

# 1.6 竞争格局：格局优化，携程先发，同程错位竞争

图表：在线旅游行业主要平台特征

|      | 携程                                             | 美团                                     | 飞猪                                              | 同程                                               |
|------|------------------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 股东   | 百度系                                            | 美团                                     | 阿里                                              | 腾讯系+携程系                                          |
| 核心优势 | 深耕旅游行业多年的垂类龙头，供应链和客源稳定，双边网络效应，发力中高端竞争，出海优势明显   | 流量成本优势，长尾下沉市场，酒店周边业务的协同效应              | 阿里引流，基于电商平台的商业模式做旅游，market place模式为供应商打造私域流量池   | 旅行心智标签：专注低线城市运营。腾讯介入后，目前核心流量来源微信小程序，酒店方面部分共享携程库存 |
| 用户标签 | 高学历、高收入、商务人士：一线、新一线、二线城市，年龄结构较为均衡，中高、高消费水平用户为主 | 小镇青年、学生、年轻白领：二线及以下，30岁年轻人为主，中等中高消费用户为主 | 消费能力较强的年轻用户：一线、新一线、二线城市，25-35岁用户为主，中高、高消费水平用户为主 | 下沉用户：二线及以下                                       |
| 商业模式 | 一站式旅游交易服务平台，重视客服                               | 本地生活服务平台，高频向低频导流，重视算法带来的低出错率和自动化解决方案   | 电商平台模式，供应商旗舰店和飞猪会员体系互通，由商家自己提供客服                | 抽佣，撮合                                            |
| 产品侧重 | 全品类                                            | 中低端酒店和周边游                              | 定制游、出境游、自由行                                     | 交通领域优势，下沉市场有差异化优势                                |
| 战略方向 | 推出“星球号”聚合流量、内容、商品三大板块。打造营销生态循环系统：国际化布局         | 拓展高星酒店资源，提升线下流量转化率，助力酒店深度线上化运营         | 旗舰店模式                                           | 微信流量系高频流量，公司侧重下沉流量挖潜                             |

图表：在线旅游行业主要平台股权关系

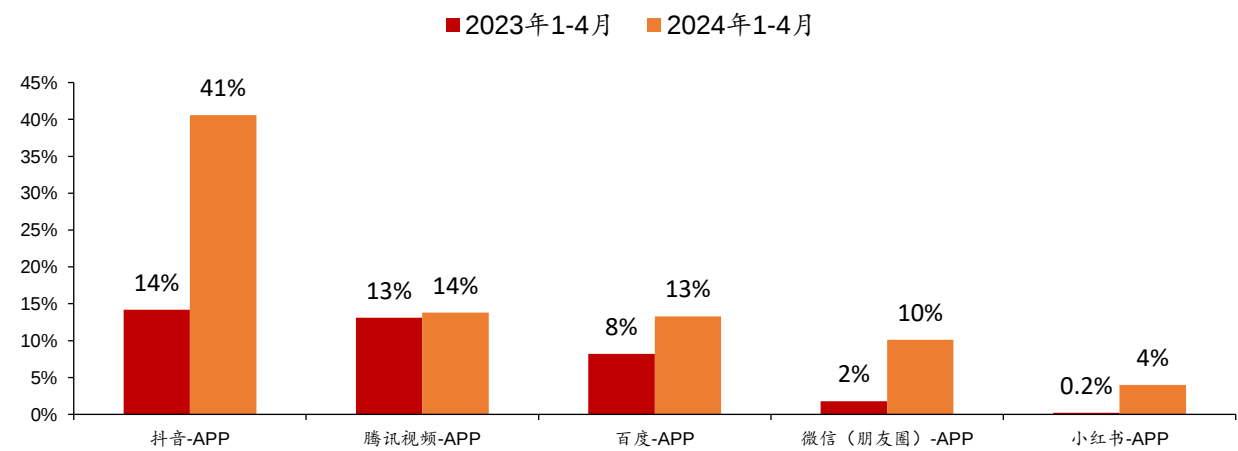


## 1.6 竞争格局：“抖快书”入局，由“导流”扩展至交易环节

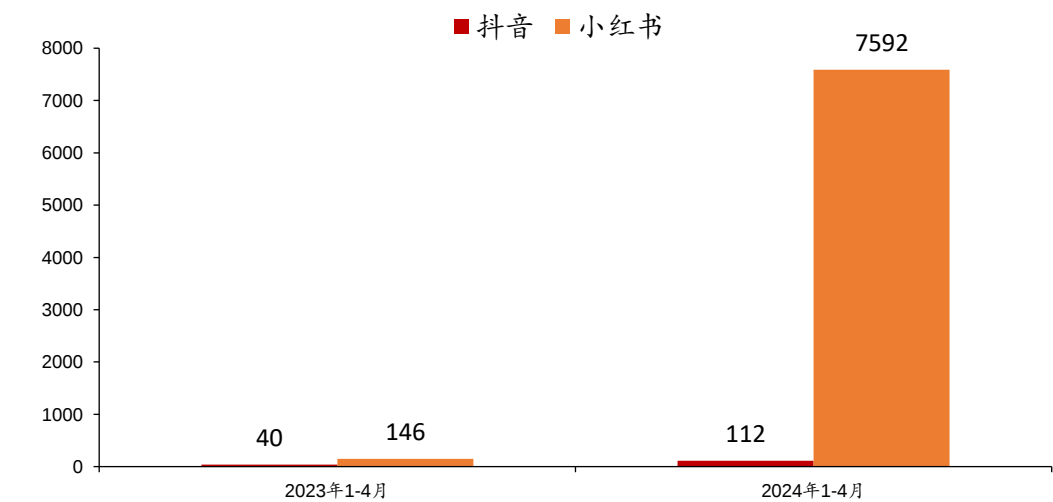
■内容平台对旅游市场的影响力持续增强，抖音和小红书正由“导流”向交易环节拓展。内容平台进军OTA的优势在于利用多媒体内容和达人资源提升产品曝光及差异化设计，促进流量到交易的转化。

- ✓ **抖音**：2018年充当导流角色，与第三方OTA企业合作，通过嵌在平台中的小程序实现闭环交易。2019年增加消费入口，开始在商家主页中增加“门票预订”和“酒店预订”功能。2023年5月，推出“日历房”功能，支持用户即时预订，进一步提升抖音的流量效率。根据迈点网，截至2023年9月，抖音上共有1.4万个景区、超10万家酒店开设官方账号。另据交银国际的预测，2023年抖音酒旅业务GMV达600亿元，2024年或增至900亿元。
- ✓ **小红书**：自2019年起迅速布局文旅行业，受新冠疫情影响，短途和周边游内容大受欢迎，旅游相关笔记发布量在2020年同比增长超90%。2021年，小红书与小猪短租合作，实现300多家民宿的入驻，并直连酒店管理系统“订单来了”，推动交易闭环的打通。根据QuestMobile, 小红书2024年1-4月与典型OTA平台合作的达人商业内容投放量为7592条，同比增长超过50倍。
- ✓ **快手**：2020年与同程艺龙达成战略合作，将酒店、景点门票等产品接入快手平台。根据商学院杂志，2023年7月，与快手合作的某景区的GMV达到827万元，其中88%由内容转化，直播占比65%，短视频占比23%。截至2023年10月，旅游品类已进入平台内容搜索前十。

图表：2024年1-4月OTA企业广告投放费用占比TOP5媒介



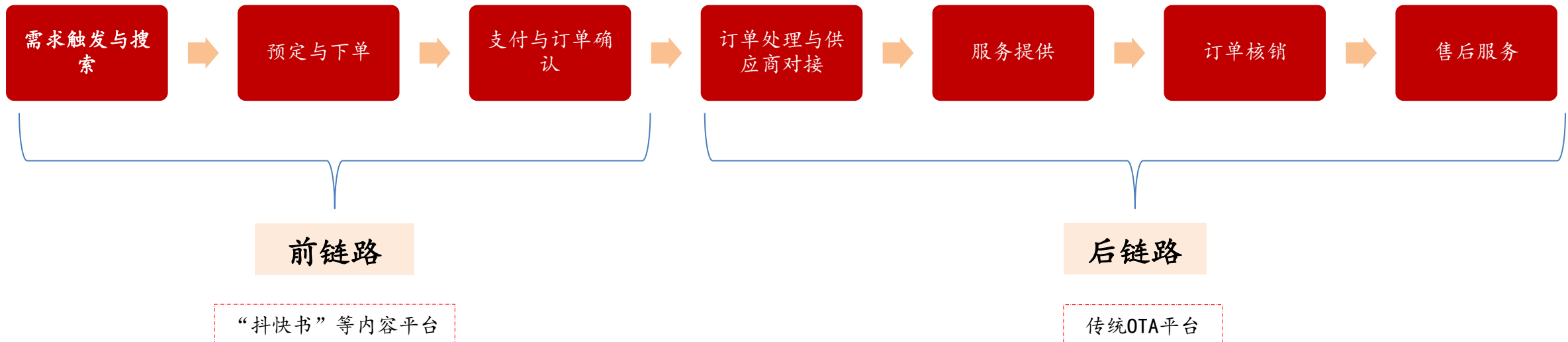
图表：小红书、抖音与OTA平台的达人商业内容合作数量(单位：条)



## 1.6 竞争格局:为什么内容平台在短期内无法颠覆OTA格局?

■我们认为内容平台主要在前链路提升信息传播效率，无法在后链路解决市场交易效率的问题，目前内容平台难以颠覆OTA市场格局。1) 消费场景的差异决定了内容平台较低的转化率。内容平台通过种草效应激发用户的非计划性需求，消费场景较为被动，用户多为冲动消费。而 OTA 平台则通过搜索满足用户的计划性需求，消费行为更为主动。由于酒旅订单核销周期较长，冲动消费往往导致核销率低、退货率高的问题，内容平台的交易链路在终端面临较大挑战。2) OTA平台凭借强大的供应链能力提供全方位服务。文旅产品具有“非标品”特性，供应链的管理和整合更为复杂。OTA平台凭借其先发的供应链管理能力和提供多样化和一站式服务，在后链路服务中具有显著优势，无论是体验、便利性还是个性化方面，均超越内容平台。我们认为消费场景的差异决定了内容平台在酒旅领域的重投入可能性较小，而OTA平台凭借供应链优势具备更强的流量转化能力，预计未来内容平台仍将更多定位为 OTA 的分销渠道，而非主导平台。

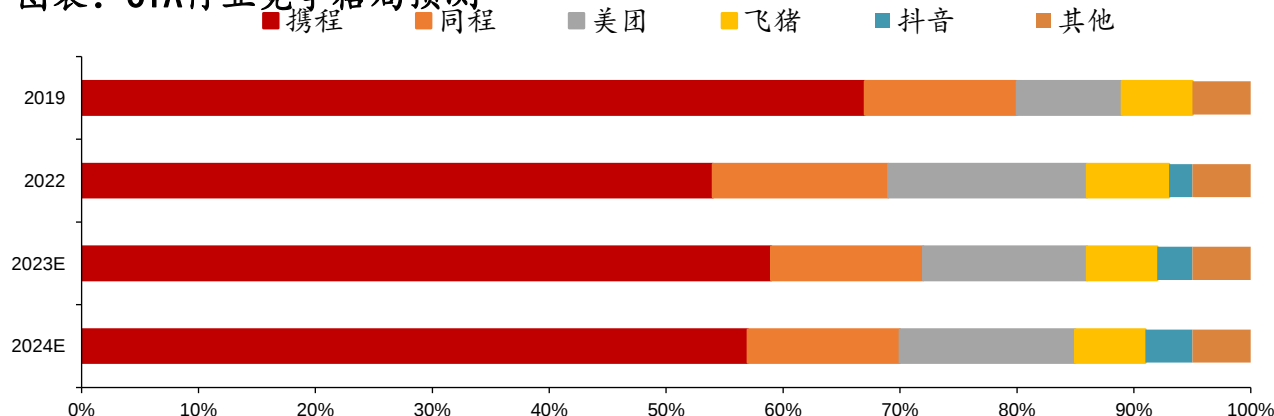
图表：OTA交易链路



## 1.6 竞争格局：行业未来格局判断

- 在线旅游行业展现出强劲的增长势头，尤其在低线城市的渗透率仍有较大提升空间。随着国内旅游市场的复苏和出境游的逐步恢复，OTA平台的业务增速超越了行业平均水平，各平台由于不同的产品和服务策略，盈利能力也呈现出差异化的态势。在规模效应的推动下，OTA平台的整体运营效率得到显著提升。
- 在竞争格局方面，携程凭借其在高线城市和中高端市场的强势地位占据主导，而美团、同程则通过深耕低线城市市场实现差异化竞争。尽管OTA行业的竞争格局相对稳固，但抖音等新兴平台的崛起，正在对传统OTA构成一定的挑战。然而，OTA平台的竞争壁垒——庞大的用户基础、强大的供应链能力、优质的产品与服务——确保其在未来竞争中的优势地位。预计中长期，OTA与直销平台的市场份额将保持在6:4的比例，OTA仍将是旅游预订的主要渠道。
- 具体到主要参与者，携程预计将继续保持其市场份额的绝对领先地位。随着旅游业的全面复苏，携程通过加强内容营销能力、布局旅游大模型等措施，将进一步巩固其供应链优势，从而促进订单和交易额的增长。对于新兴的短视频平台，如抖音，它们的影响力预计将首先在度假产品的预订上体现出来，这部分市场更注重体验和个性化服务，与OTA的传统优势形成互补。预计到2024年，抖音在在线旅游市场的份额将达到4%，中长期有望提升至高个位数水平。

图表：OTA行业竞争格局预测



## 1.7 境内旅游行业研究：从宏观行业规模视角梳理行业规模空间

- 出行市场线上化率还有进一步提升空间，线上出行市场23-27年复合增速有望超20%。根据欧睿数据，我们预计国内交通出行市场规模有望从2023年9373亿元增长到2027年超20000亿元，分出行方式分析，航班出行市场线上渗透率稳步提升，线上市场规模预计从23年3611亿元提升至27年7646亿元，23-27年cagr为21%，而其他交通方式（主要包括汽车、轨道、轮渡等地表交通方式）出行市场线上化程度持续提升，预计线上市场规模从23年5762亿元提升至27年13935亿元，23-27年cagr为25%。

图表：宏观视角交通出行在线市场空间测算

| 指标             | 2019      | 2020     | 2021     | 2022     | 2023      | 2024E     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 国内交通出行市场规模（百万） | 1615728.4 | 916891.1 | 967144   | 600197.2 | 1291507.4 | 1618846.6 | 1971661.2 | 2326067.3 | 2657481.8 |
| yoy            |           | -43%     | 5%       | -38%     | 115%      | 25%       | 22%       | 18%       | 14%       |
| 国内出行线上规模（百万）   | 993231    | 570638.2 | 619551.3 | 409212   | 937273.9  | 1230342.3 | 1534505.5 | 1850646.6 | 2158086.6 |
| yoy            |           | -43%     | 9%       | -34%     | 129%      | 31%       | 25%       | 21%       | 17%       |
| 线上渗透率          | 61%       | 62%      | 64%      | 68%      | 73%       | 76%       | 78%       | 80%       | 81%       |
| 飞机             |           |          |          |          |           |           |           |           |           |
| 国内市场规模（百万）     | 488450.5  | 224570.2 | 243035   | 168340.4 | 419262.9  | 532242.5  | 646846.9  | 751776.7  | 843252.7  |
| yoy            |           | -54%     | 8%       | -31%     | 149%      | 27%       | 22%       | 16%       | 12%       |
| 国内线上规模（百万）     | 395107.6  | 183316.7 | 201305.9 | 142281.3 | 361069.2  | 466350.9  | 573882.6  | 674494.1  | 764577.2  |
| yoy            |           | -54%     | 10%      | -29%     | 154%      | 29%       | 23%       | 18%       | 13%       |
| 线上渗透率          | 81%       | 82%      | 83%      | 85%      | 86%       | 88%       | 89%       | 90%       | 91%       |
| 其他交通方式         |           |          |          |          |           |           |           |           |           |
| 国内市场规模（百万）     | 1127277.9 | 692320.9 | 724109   | 431856.8 | 872244.5  | 1086604.1 | 1324814.3 | 1574290.6 | 1814229.1 |
| yoy            |           | -39%     | 5%       | -40%     | 102%      | 25%       | 22%       | 19%       | 15%       |
| 国内线上规模（百万）     | 598123.4  | 387321.5 | 418245.4 | 266930.7 | 576204.7  | 763991.4  | 960622.9  | 1176152.5 | 1393509.4 |
| yoy            |           | -35%     | 8%       | -36%     | 116%      | 33%       | 26%       | 22%       | 18%       |
| 线上渗透率          | 53%       | 56%      | 58%      | 62%      | 66%       | 70%       | 73%       | 75%       | 77%       |

## 1.7 境内旅游行业研究：从宏观行业规模视角梳理行业规模空间

■ 根据驿镜数据，我们估算2024年酒店客房收入规模达8890亿元，线上住宿收入规模达6890亿元。我们预计中长期行业Occ和ADR逐步企稳，线上渗透率提升至82%，线上规模接近万亿元量级，主要受益于 OTA 平台用户心智强化、酒店自有平台稳步推进。

图表：线上住宿预订市场空间测算

| 指标                       | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E     | 2027E     |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 酒店数量(万家)                 | 34      | 28      | 25      | 28      | 56      | 71      | 82      | 90        | 97        |
| 同比                       |         | -17%    | -10%    | 11%     | 101%    | 26%     | 15%     | 10%       | 8%        |
| 酒店客房数量(百万间)              | 18      | 15      | 13      | 14      | 18      | 20      | 21      | 22        | 23        |
| 同比                       |         | -13%    | -12%    | 6%      | 32%     | 7%      | 6%      | 5%        | 5%        |
| 平均入住率(Occ, %)            | 60%     | 44%     | 47%     | 42%     | 61%     | 60%     | 60%     | 61%       | 61%       |
| 平均客房价(ADR, 元/间夜)         | 206     | 183     | 196     | 186     | 213     | 207     | 203     | 205       | 209       |
| 同比                       |         | -11%    | 7%      | -5%     | 15%     | -3%     | -2%     | 1%        | 2%        |
| 每间可供出租客房收入(RevPAR, 元/间夜) | 124     | 81      | 92      | 78      | 132     | 124     | 122     | 125       | 127       |
| 同比                       |         | -35%    | 14%     | -15%    | 69%     | -6%     | -2%     | 3%        | 2%        |
| 客房收入规模(百万)               | 812,052 | 440,847 | 437,109 | 399,193 | 874,981 | 889,015 | 930,536 | 1,003,281 | 1,074,514 |
| 同比                       |         | -46%    | -1%     | -9%     | 119%    | 2%      | 5%      | 8%        | 7%        |
| 线上住宿收入规模(百万)             | 440944  | 267153  | 278876  | 270653  | 641361  | 688986  | 736985  | 812658    | 883250    |
| 渗透率                      | 54%     | 61%     | 64%     | 68%     | 73%     | 78%     | 79%     | 81%       | 82%       |
| 同比                       |         | -39%    | 4%      | -3%     | 137%    | 7%      | 7%      | 10%       | 9%        |

# 1.7 境内旅游行业研究：从宏观行业规模视角梳理行业规模空间

- 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，2024年在线旅行规模为1.4万亿元。预计到 2027年，网民中线上出行渗透率提升至 50%，平均出行次数提升至 4.9次，平均花费逐步企稳回升，市场规模有望接近 3 万亿元。

图表：宏观视角在线旅游市场空间测算

| 指标          | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总人口(百万)     | 1410 | 1412 | 1413 | 1412 | 1410 | 1410  | 1409  | 1410  | 1408  |
| 旅游人次(百万)    | 6006 | 2879 | 3246 | 2530 | 4891 | 5380  | 5864  | 6333  | 6840  |
| 同比          |      | -52% | 13%  | -22% | 93%  | 10%   | 9%    | 8%    | 8%    |
| 平均出行次数(次)   | 4.3  | 2    | 2.3  | 1.8  | 3.5  | 3.8   | 4.2   | 4.5   | 4.9   |
| 同比          |      | -53% | 15%  | -22% | 93%  | 10%   | 9%    | 8%    | 8%    |
| 平均单次花费(元/次) | 953  | 774  | 899  | 808  | 1002 | 907   | 1007  | 1147  | 1275  |
| 同比          |      | -19% | 16%  | -10% | 24%  | -9%   | -3%   | 2%    | 5%    |
| 国内旅游收入(十亿元) | 5725 | 2229 | 2919 | 2044 | 4068 | 4882  | 5907  | 7265  | 8718  |
| 同比          |      | -61% | 31%  | -30% | 99%  | 20%   | 21%   | 23%   | 20%   |
| 网民(百万)      | 904  | 989  | 1032 | 1067 | 1092 | 1096  | 1211  | 1223  | 1267  |
| 在线旅游网民渗透率   | 41%  | 35%  | 39%  | 40%  | 47%  | 48%   | 48%   | 49%   | 50%   |
| 在线旅游用户(百万)  | 373  | 342  | 397  | 423  | 509  | 526   | 581   | 599   | 634   |
| 同比          |      | -8%  | 16%  | 6%   | 20%  | 3%    | 10%   | 3%    | 6%    |
| 在线旅游收入(十亿元) | 1807 | 987  | 1331 | 875  | 1111 | 1422  | 1849  | 2330  | 2796  |
| 同比          |      | -45% | 35%  | -34% | 27%  | 28%   | 30%   | 26%   | 20%   |
| 线上渗透率       | 32%  | 44%  | 46%  | 43%  | 27%  | 29%   | 31%   | 32%   | 32%   |

# 目录

- OTA行业分析
- 携程集团分析
- 同程旅行分析

### ■ 【核心结论】

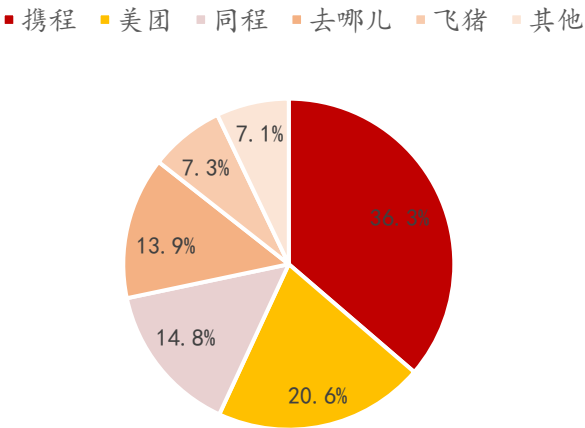
- 【公司介绍】携程集团成立于1999年，最初以旅游呼叫中心起家，2003年在美国纳斯达克上市。经过25年的发展，携程从PC互联网时代的快速扩张到移动互联网时代的激烈竞争，通过多次资本运作和战略调整，成功稳固了其在中国在线旅游市场的领导地位。携程不仅在国内市场占据主导地位，还通过收购Skyscanner和Trip.com等举措积极拓展国际市场，成为全球在线旅游行业的领军企业。

### ■ 【投资逻辑】

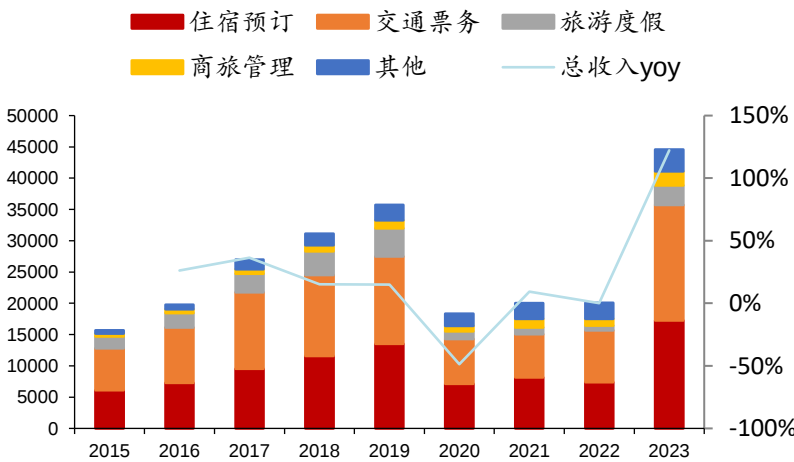
- 1. 全球化战略：携程通过一系列海外收购和战略合作，如Skyscanner、Trip.com等，成功拓展了国际市场。2024年第一季度和第二季度，国际OTA平台Trip.com的营收同比增长80%和70%，对集团收入贡献显著。未来，出入境游将成为携程新的增长引擎，特别是在中国出境旅游市场快速恢复的背景下，携程有望继续保持强劲增长。
- 2. 下沉市场拓展：携程通过线下门店的扩张和与同程旅行的合作，积极渗透低线城市市场。截至2023年，携程旗下品牌门店数量已达到6500家，2023年游客在携程线下门店购买国内旅游产品的人均花费较2019年增长近40%，海外产品人均花费增长16%。下沉市场战略不仅优化了用户结构，还抓住了市场潜力巨大的增量空间。

■ 携程是中国在线旅游服务的领军平台。公司成立于1999年，以旅游呼叫中心起家，2003年在美国纳斯达克上市。携程历经25年发展，从PC互联网时代的快速扩张到移动互联网时代的激烈竞争，通过多次资本运作和战略调整，成功稳固了其在中国在线旅游市场的领导地位。携程不仅在国内市场占据主导地位，还通过收购Skyscanner和Trip.com等举措积极拓展国际市场，成为全球在线旅游行业的领军企业。公司拥有强大的供应链和高质量的用户群体，通过不断优化产品和服务，持续提升用户体验，保持了较高的用户黏性和市场竞争力。根据Fastdata数据，按照交易额口径，2021年携程（携程+去哪儿）占中国在线旅游市场50.2%的市场份额。2023年，携程集团实现了1.1万亿元的GMV，位居全球同行业首位。2023年全年营收为445.1亿元，同比增长122.1%，non-GAAP净利润为130.7亿元，同比增长910.1%。

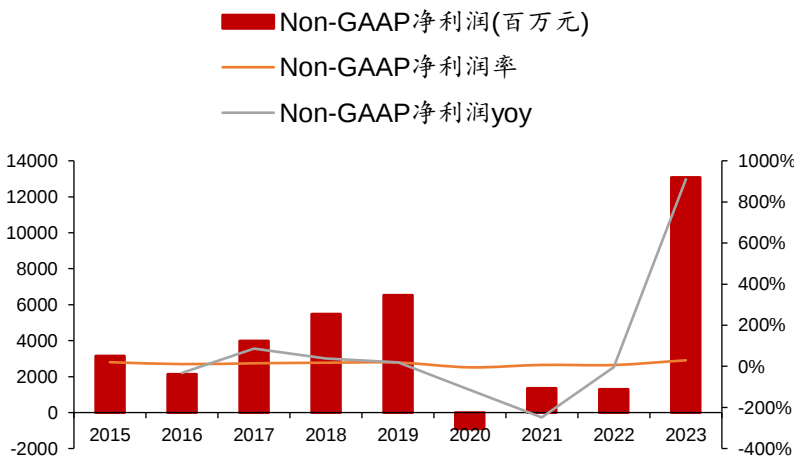
图表：2021年在线旅游行业市场格局



图表：2015~2023年携程收入情况（单位百万元）



图表：2015~2023年携程经调整净利润情况



# 携程商业模式：一站式旅游服务平台，从交易向内容拓展

- 携程目前主要商业模式为一站式旅游预订平台，以交易抽佣为主、广告和附加服务销售为辅。由于机票“提直降代”以及火车票禁止分销，携程的机票、火车票等交通票务预定需求量大但货币化率较低（预估2%~3%），为引流服务。住宿预订业务由于对接行业竞争度不高的酒店行业，其货币化率高（8%~10%），是现金牛业务。旅游度假、商旅管理等业务目前收入占比较小但行业空间大增速快，成长性较好。

图表：携程商业模式梳理

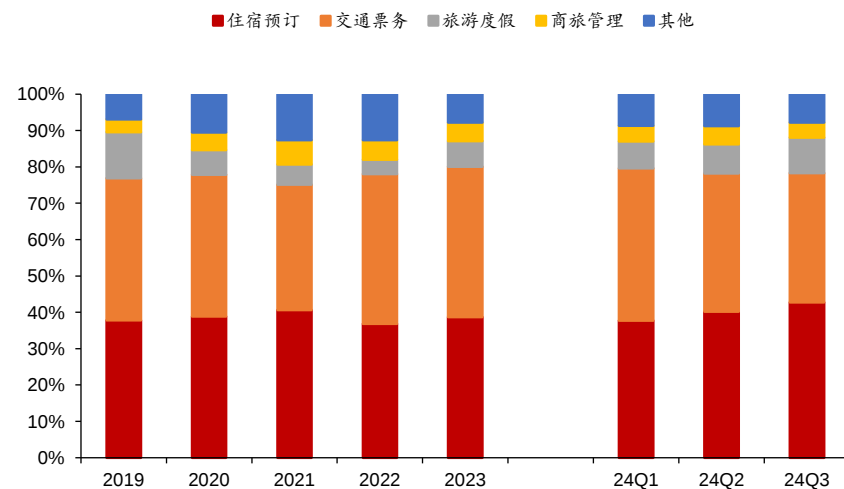


图表：携程定位一站式旅游平台

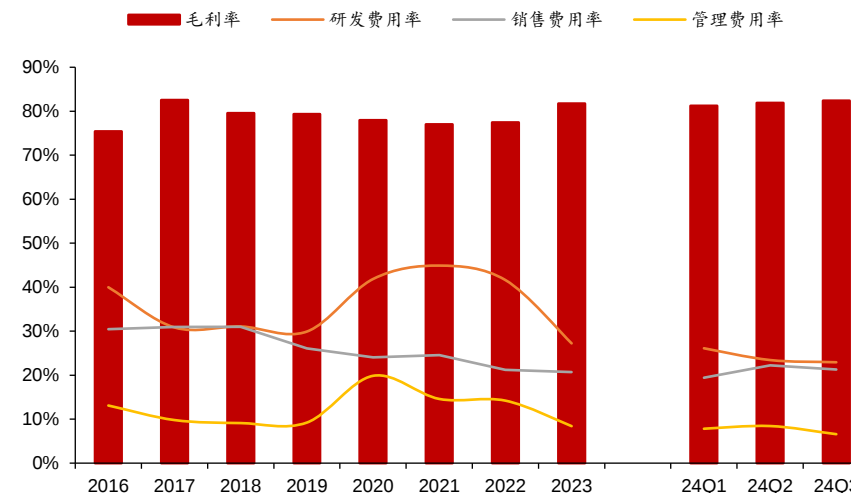


- **收入拆分：**携程的营收结构主要由住宿预订、交通票务、旅游度假和商旅管理四大部分组成。2023年携程的住宿预订业务收入173亿元(39%)；交通票务收入184亿元(41%)；旅游度假收入31亿元(7%)；商旅管理业务收入为22.5亿元(5%)。比较疫情前后，住宿预订和交通票务始终是公司的主要收入来源，占比相对稳定。旅游度假业务收入占比有所下降，主因疫情对出境跟团游影响尚未完全修复。我们判断中长期，航司直销比例的上升及票务预订市场线上渗透率较高，交通票务占比或略有下降。旅游市场的全面复苏和消费者对高品质旅游需求的增加将推动旅游度假业务占比提升。
- **毛利率：**由于公司生意本质为中间交易商抽佣，成本较低，因此毛利率长年维持在75%以上。疫情初期对公司业务造成冲击，导致成本上升，但随着疫情的缓解和旅游市场的逐步恢复，携程通过优化成本结构和提高运营效率，发力海外业务，以及在高附加值业务如商旅管理和定制旅游等方面持续发力，增加高利润率广告和金融服务等其他业务，毛利率逐步回升。
- **费用端：**公司员工数量影响灵活度较高，对费用端影响大（特别是销售费用率），由于员工数量趋于稳定，常态化下费用率趋于稳定降低。公司在疫情后优化了营销策略，减少不必要市场推广支出，并通过内容营销和直播带货等高性价比方式提升用户转化率，销售费用率逐步下降到20.3%。研发和管理费用率在经历疫情期间的上升后均逐步下降到正常水平。

图表：携程营收结构



图表：携程毛利率和费用率情况



- **如何理解携程各项业务成长性？** 根据彭博一致预期，分业务看，23年积压需求爆发式复苏，形成机酒价格高基数，24年机酒供求逐步恢复平衡，预计住宿预订和交通票务收入增速将有所回落，未来3年cagr为19%/12%，旅游度假随着消费者对个性化和高品质旅游产品的需求增加，及携程国际市场的拓展和内容战略的实施，预期收入增长保持较高水平，未来3年cagr26%，商旅业务保持稳定增长，未来3年cagr11%。预计携程未来三年整体收入和NON-GAAP净利润复合增速均高于15%。

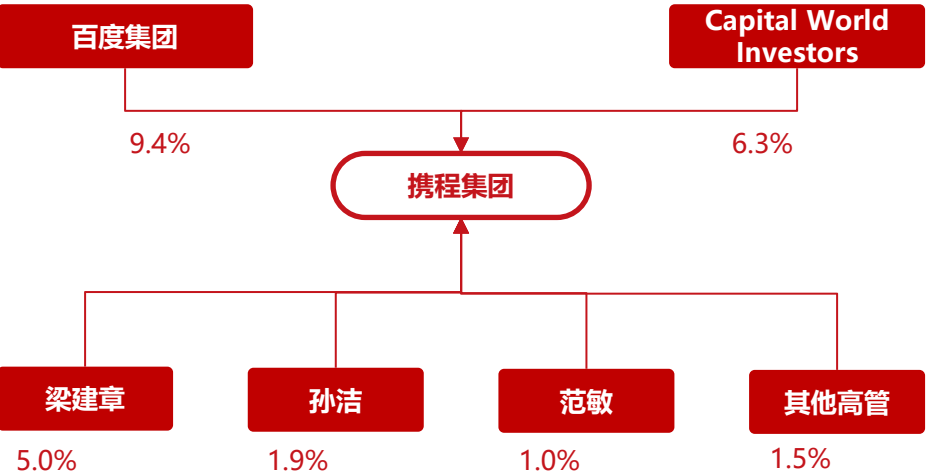
图表：携程盈利预测表（百万元）

|               | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  | 23-26 CAGR |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 营业收入          | 20,029 | 20,055 | 44,562 | 52,957 | 61,223 | 69,937 | 16%        |
| 同比增长          |        | 0%     | 122%   | 19%    | 16%    | 14%    |            |
| 住宿预订服务收入      | 8,148  | 7,400  | 17,257 | 21,502 | 25,116 | 28,793 | 19%        |
| 同比增长          |        | -9%    | 133%   | 25%    | 17%    | 15%    |            |
| 交通票务服务收入      | 6,905  | 8,253  | 18,443 | 20,158 | 22,778 | 25,643 | 12%        |
| 同比增长          |        | 20%    | 123%   | 9%     | 13%    | 13%    |            |
| 旅游度假服务收入      | 1,105  | 797    | 3,140  | 4,283  | 5,250  | 6,342  | 26%        |
| 同比增长          |        | -28%   | 294%   | 36%    | 23%    | 21%    |            |
| 商旅服务收入        | 1,347  | 1,079  | 2,254  | 2,450  | 2,727  | 3,054  | 11%        |
| 同比增长          |        | -20%   | 109%   | 9%     | 11%    | 12%    |            |
| 其他业务收入        | 2,524  | 2,526  | 3,468  | 4,563  | 5,352  | 6,105  | 21%        |
| 同比增长          |        | 0%     | 37%    | 32%    | 17%    | 14%    |            |
| 毛利润           | 15,425 | 15,526 | 36,389 | 43,153 | 49,845 | 56,886 | 16%        |
| GPM           | 77%    | 77%    | 82%    | 81%    | 81%    | 81%    |            |
| NON-GAAP 营业利润 | 270    | 1,276  | 13,158 | 16,454 | 19,514 | 22,538 | 20%        |
| NON-GAAP OPM  | 1%     | 6%     | 30%    | 31%    | 32%    | 32%    |            |
| NON-GAAP 净利润  | 2,910  | 1,294  | 13,071 | 17,541 | 18,937 | 21,847 | 19%        |
| NON-GAAP NPM  | 15%    | 6%     | 29%    | 33%    | 31%    | 31%    |            |

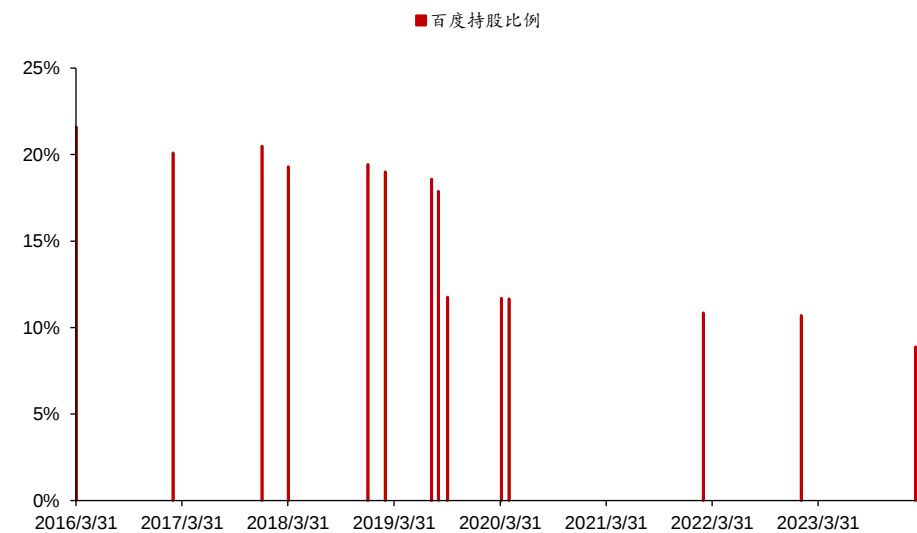
# 携程股权：结构较为分散，百度为第一大股东

■ 携程最新的股权结构显示，百度仍为携程第一大股东。截至2023年，百度仍持有携程约9.4%的股份，Capital World Investors持有6.3%的股份。高管持股较为分散，公司持股比例大于 1%的高管分别为梁建章（持股 5.0%）、范敏（持股 1.0%）、孙洁（持股 1.9%）。此外根据 ，百度在2024年9月25日将其在携程集团的持股比例从2023年9月11日的 9.41%削减至7.11%。整体来看，携程的股权结构较为分散，没有单一控股股东，这有助于公司治理的透明性和决策的科学性，同时也为公司提供了稳定的资本支持和市场信任。

图表：携程集团股权结构2024年2月29日



图表：携程大股东百度持股历程梳理



# 核心高管：经验丰富，背景多元，梁建章乃灵魂人物

■ 携程核心管理层经验丰富、背景多元，在旅游和科技行业拥有深厚的专业知识和管理经验。核心高管包括联合创始人、董事局主席梁建章，总裁范敏，以及首席执行官孙洁。梁建章在携程的发展中扮演关键角色，他不仅是公司的创始人之一，还曾短暂离开公司，并在公司面临竞争压力时回归，帮助公司重回正轨。范敏在携程的早期发展中负责销售和管理，后担任总裁，负责公司的日常运营。孙洁则担任首席执行官，负责公司的整体战略规划和执行。核心高管紧密合作，为携程长期发展和市场领先地位提供保障。

图表：携程高管及董事会成员介绍

| 执行董事                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 高级管理人才                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 独立、非执行董事                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>梁建章</b><br/>联合创始人<br/>董事会执行主席</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>携程创始人，同程联席董事长、非执行董事。梁先生先后担任过首旅酒店、新浪公司以及MakeMyTrip Ltd.的董事。梁先生之前服务于途牛旅游网、前程无忧股份有限公司、世纪佳缘国际有限公司及如家酒店集团的董事会。</li><li>梁先生自携程成立以来担任董事会成员，且自2003年8月起担任董事会主席；自2000年至2006年及自2013年3月至2016年11月担任首席执行官。</li><li>梁先生在美国佐治亚理工学院获得信息及计算机科学硕士学位。</li></ul> | <p><b>孙洁</b><br/>执行董事、首席执行官</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>负责业务战略的实施及日常业务营运。</li><li>孙女士自2016年11月起担任首席执行官兼董事会成员。</li><li>孙女士于1992年8月获得了佛罗里达大学费舍尔会计学院会计学学士学位，于2010年7月获得北京大学法学院法学硕士。</li></ul>                                    | <p><b>沈南鹏</b><br/>联合创始人、独立董事</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>联合创始人之一，自成立以来担任携程董事，且自2008年10月起担任独立董事。</li><li>沈先生于2003年8月-2005年10月担任携程总裁，且2000年-2005年10月任首席财务官。</li><li>沈先生参与创办如家酒店集团，并担任非执行联席主席。目前，沈先生亦担任首旅酒店集团、美团、拼多多控股公司、诺亚控股有限公司、九号公司等独立非执行董事。</li></ul> |
| <p><b>范敏</b><br/>联合创始人<br/>董事会副主席兼总裁</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>携程创始人之一。范先生自2000年起先后担任执行副总裁、首席运营官、首席执行官、总裁，2013年3月起担任董事会副主席。</li><li>范先生于2009年及2016年当选为中国旅游协会理事会副会长；自2014年4月起担任乐居控股有限公司独立董事；自2010年3月至2018年1月担任华住集团有限公司董事。</li><li>范先生分别于1990年1月及1987年7月取得上海交通大学工业工程与管理硕士学位及学士学位。</li></ul>                | <p><b>王肖璠</b><br/>首席财务官、执行副总裁</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>负责整体财务管理。</li><li>王肖璠自2013年11月起担任本公司首席财务官，自2016年5月起担任执行副总裁。</li><li>王女士于2013年获得麻省理工学院工商管理硕士学位及于1997年获得上海交通大学学士学位。王女士为注册会计师。</li></ul>                              | <p><b>李基培</b><br/>董事会副主席<br/>独立董事</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>李先生自2000年3月起曾多次于携程董事会任职。自2003年8月起担任董事会副主席，及自2003年10月起担任独立董事。</li></ul>                                                                                                                   |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <p><b>季琦</b><br/>联合创始人、独立董事</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>联合创始人之一，自成立以来担任携程董事，且自2008年起担任独立董事。</li><li>季先生自1999年至2001年担任携程首席执行官兼总裁。</li><li>季先生创办华住集团有限公司，先后担任董事、董事会执行董事、首席执行官。季先生参与创办如家酒店集团，并于2002年-2005年1月担任首席执行官。</li></ul> | <p><b>甘剑平</b><br/>独立董事</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>甘先生自2002年4月起担任本公司董事，自2005年7月起担任独立董事。</li><li>甘先生于1999年6月获得芝加哥大学商学院工商管理硕士学位及于1994年5月获得爱荷华大学工商管理学士学位。</li></ul>                                                                                       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <p><b>熊星</b><br/>首席运营官</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>负责机票、住宿、差旅、技术、国际业务和其他运营等方面。</li><li>熊先生于1997年获得北京大学计算机科学学士学位，1999年获得美国东北大学计算机科学硕士学位。</li></ul>                                                                          | <p><b>何俊杰</b><br/>董事</p>  <ul style="list-style-type: none"><li>何先生自2022年7月起担任携程董事。</li><li>自2021年3月起，何先生还担任爱奇艺股份有限公司董事且目前担任其董事会主席。何先生于2019年6月加入百度股份有限公司，现任百度高级副总裁。</li></ul>                                                                                       |

# 携程发展历史：历经25年，通过投资和并购建立供应链优势壁垒

- 携程历经25年的发展，通过一系列战略投资和并购建立坚实的供应链优势壁垒。从发展历程看，携程发展可分为四个阶段：1999-2009年的业务模式探索期，2009-2014年的产业链深入布局期，2014-2020年的全球化战略期，以及2020年至今的疫后复苏期。公司通过持续的投资和并购，在不同发展阶段实现了产业链资源的深度整合和产品矩阵的不断完善，从而建立起强大的竞争优势。

图表：携程发展历程图



■ **产业链资源壁垒高：**投资、收购和战略合作

■ **产品矩阵完善：**全球120多万种住宿服务、480多家航空公司和3万+其他合作伙伴

携程壁垒1：高品质供应链+服务吸引忠诚用户，构成双边网络效应

- 携程通过投资、收购和战略合作，在整个旅游产业链中建立了显著的资源壁垒。在旅游资源端，携程对酒店、航司、地面交通和旅行社等多个领域进行了广泛布局。具体而言：
  - 酒店领域：携程持有包括首旅（12%）、华住（6%）等酒店股份，并于2018年推出自有高端酒店品牌丽呈酒店，以轻资产模式进入酒店管理，增强在高端酒店市场的话语权。根据月狐数据，携程基本覆盖国内全部酒店资源，23年携程酒店套餐覆盖高星酒店数量超过8000家。
  - 航司和地面交通：携程持有东航2%的股份，并投资了一嗨租车23%，加强了在航空和地面交通领域的资源控制。
  - 旅行社：携程控股永安旅游90%，进一步巩固了在传统旅行社领域的地位。
- 在OTA行业内，携程通过并购去哪儿网和战略投资同程艺龙，实现了酒店库存共享，显著增强了其市场竞争力。此外，携程通过收购国外旅游交易平台和旅行社，迅速扩展了境外业务，完善了其产品矩阵。据BT财经，截至2020年底，携程在全球200多个国家及地区有超过120万种全球住宿服务，与480多家航空公司合作，同时有超过31万项全球目的地活动，超过3万个其他生态系统合作伙伴。这些举措不仅提升了携程的资源整合能力，还为其在全球市场中的竞争提供了坚实的基础。

图表：携程持股酒店、航司、出行等梳理

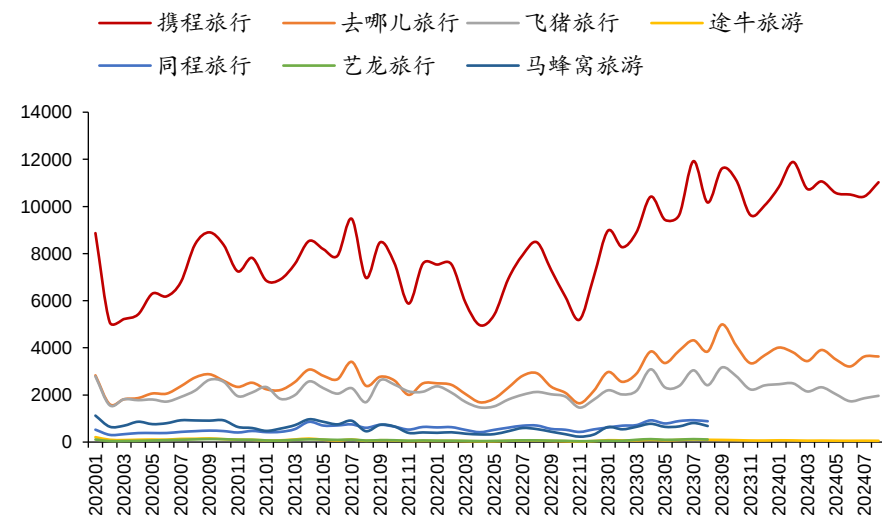
| 行业   | 标的        | 股份     |
|------|-----------|--------|
| OTA  | MakeMyTrp | 30.73% |
| OTA  | 同程旅行      | 20%    |
| 酒店   | 华住集团      | 6%     |
| 酒店   | 首旅酒店      | 12%    |
| 酒店   | 如家酒店      | 15%    |
| 酒店   | 亚朵生活      | 17%    |
| 酒店   | 开元酒店      | 21%    |
| 出行   | 中国东航      | 2%     |
| 出行   | 一嗨租车      | 23%    |
| 线下零售 | 永安国际      | 62%    |



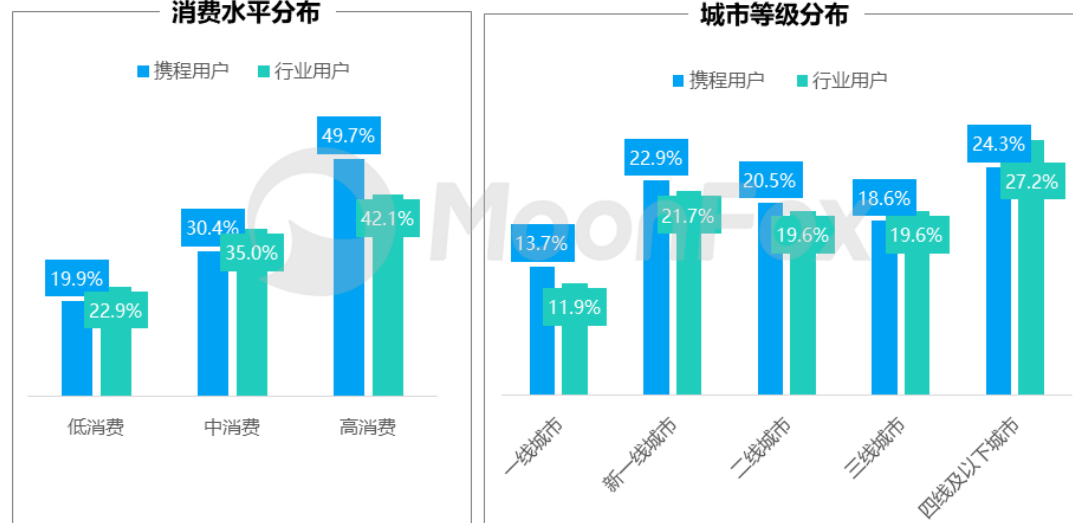
# 携程壁垒1：高品质供应链+服务吸引忠诚用户，构成双边网络效应

- 携程从呼叫中心服务模式起步，多年来始终坚持自营客服呼叫中心，其在客户服务上的高额投入为品牌奠定了高品质的形象。据《客服大数据报告》，19年携程已拥有近1.5万人组成的庞大客服体系，遍及全球4大洲16个国家。20年处理73亿次呼入电话。通过这一强大的客服网络，携程能够提供24小时全天候支持、快速退改签服务和多语言客服，确保用户在各个环节都能获得满意的体验。此外，携程通过会员体系和积分奖励机制，增强了用户黏性和忠诚度。
- 通过高品质供应链和服务，携程吸引了庞大的用户规模和稳定的高质客群。携程最早聚焦核心城市的商旅客群，这些用户消费能力强，对品牌忠诚度高，为携程提供了稳定的客流和收入来源。通过高品质供应链和服务抓住出行消费中相对高频和优质的客群，携程在竞争激烈的市场中保持了领先地位。根据久谦中台数据，2024年携程MAU已达到11000万水平，去哪儿MAU接近4000万水平，处于OTA行业TOP2位置，先发优势明显。此外，根据月狐iAPP数据，携程用户的消费水平和高线城市占比均高于行业平均水平，近半携程用户为高消费群体。

图表：携程拥有行业领先的用户规模水平（单位万人）



图表：携程用户消费水平和高线城市占比高于行业平均水平

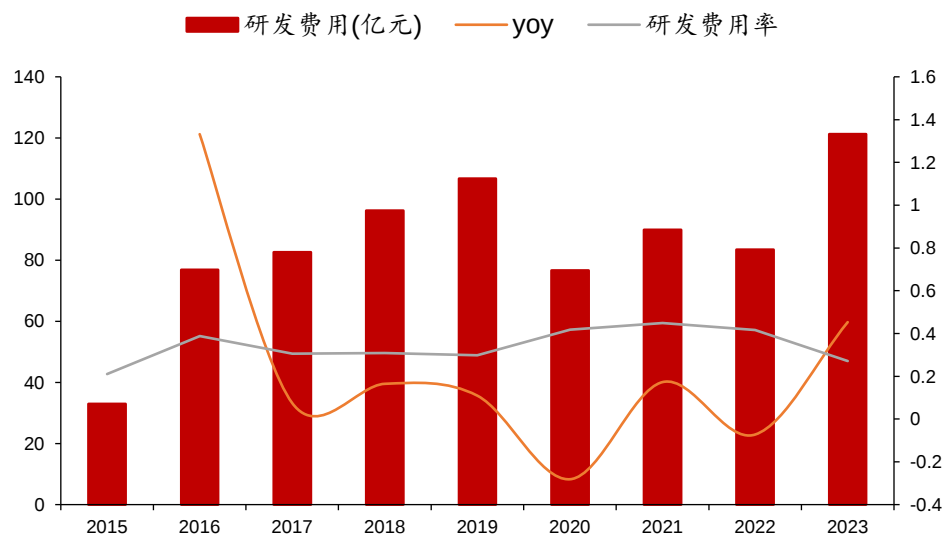


## 携程壁垒2：技术投入与创新构筑重要核心竞争壁垒

■ 携程在技术和创新方面持续投入构成重要壁垒，2023年携程产品研发费用高达121亿元，+45%yoy，约占营收近3成，持续的研发投入为公司在技术方面提供强大的支持能力。其中，携程的机票预订系统经过多年沉淀，拥有高竞争壁垒，据腾讯云开发者，20年系统日均流量达20亿，其中28%来自国际客户，63%为中文客户，能够满足海量用户的不同需求。此外，携程设立了大数据研究中心，提供大数据分析和应用支持，帮助低星酒店提高获客和运营能力，并通过投资和收购一系列PMS公司，如中软好泰、慧评网、佳驰软件等，形成了强大的PMS系统，覆盖酒店服务管理的各个方面，协助酒店商家高效管理，与酒店业务深度绑定，根据携程黑板报，2021年以来携程新增直连酒店覆盖超过9万家，较2019年增长38%。在AI领域，据另镜，2023年7月携程推出问道大模型，通过AI技术在多种场景下应用，提高用户体验同时，日均节约10000+小时客服工作时间，解放超过1000名客服人力。据携程黑板报，目前携程售后服务自动化率超过七成，95%的需求在20秒内极速响应。平台咨询80%问题可以由AI解决。

图表：携程持续在研发领域大额投入

图表：携程通过问道大模型提高用户体验



- **全球化战略与资源整合，并购整合提升硬实力。**携程通过一系列投资和并购，实现对中国境外、亚太、美洲和欧洲等主要市场的全面覆盖。特别是在亚太地区，携程与中国台湾、中国香港、中国澳门、泰国、澳大利亚等国家和地区达成战略合作，进一步巩固其在亚太地区的领先地位。与此同时，携程通过收购和战略投资，形成多个品牌协同发展局面。其16年收购英国机票搜索引擎Skyscanner，17年收购美国在线旅游平台Trip.com，并与Naspers换股成为印度最大OTA平台MakeMyTrip的最大股东，20年携程收购了荷兰最大的OTA平台Travix。诸品牌在全球范围内形成互补，增强携程市场竞争力。此外，携程通过投资和并购，与全球多家酒店集团建立了紧密的合作关系。据巨潮Wave，当前携程在全球已覆盖170+万家酒店、600多家航司，建立起全球超90000个旅行社、景区、汽车租赁服务商等合作伙伴在内的旅游生态。
- **本地化运营和服务构筑软实力。**携程在各个市场推行本地化运营策略，通过本地化的服务和产品，提升用户体验。Skyscanner作为元搜索平台，持续向Trip.com导流，而Trip.com作为典型的OTA平台，提供多元化的产品和服务，显著提升用户使用体验和转化率。携程平台支持多种语言，据酒店观察网，23年携程已实现全球29种语言，79个国家和地区的业务覆盖。此外，据携程黑板报，携程在全球拥有18个客服中心，能够为用户提供母语呼叫及服务，进一步提升用户满意度。

图表：携程国际化过程重大事件

| 时间   | 大事件                                                                    |
|------|------------------------------------------------------------------------|
| 2012 | 携程推出海外酒店预订新平台，正式出征海外。                                                  |
| 2015 | 收购英国在线廉价航空机票信息集成和直连预订平台Travelfusion                                    |
| 2016 | 携程宣布以17.4 亿美元的价格成功收购在线旅游网站Skyscanner，后者是 <b>全球</b> 最有影响力的航空旅游在线预定平台之一。 |
| 2017 | 携程以将近1亿美金的价格收购了 <b>美国社交旅游网站Trip.com。</b>                               |
| 2019 | 携程和TripAdvisor宣布达成战略合作伙伴关系，换股成为MakeMyTrip最大股东。                         |
| 2020 | 携程收购了荷兰在线旅行社Travix，继续扩张海外市场。                                           |

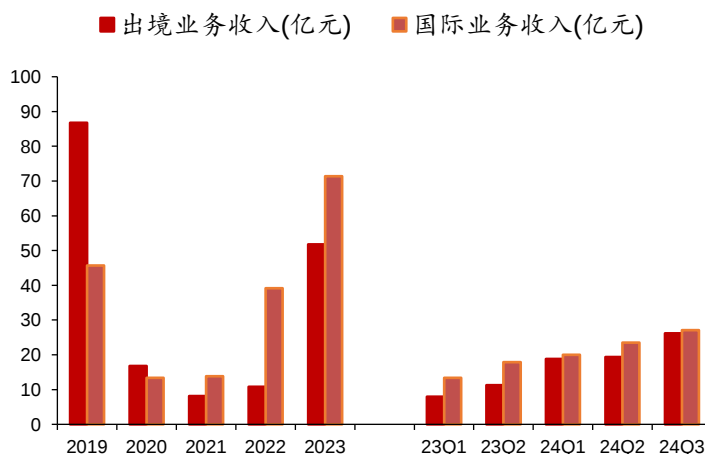
图表：携程全球化关键数据  
Key figures.



# 携程长期看点1：出入境游成为携程新增长引擎

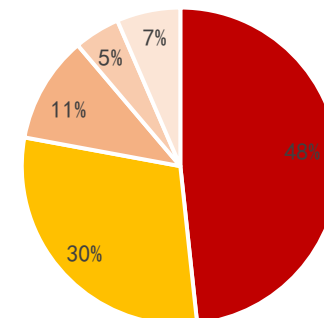
- 出入境游已成为携程的重要开拓点，为公司带来了强劲的增长动力。据公司业绩交流会，24Q1/Q2携程国际OTA平台Trip.com营收+80%/70%yoy，对集团当季度收入贡献达到10%/10-15%。24Q3Trip机票和酒店预订量同比增长超过60%，其中亚太地区的预订量增长了70%以上。
- 出境：24Q1携程出境酒店和机票预订同比增长超过100%，24Q2出境酒店和机票预订量恢复到2019年的水平，并且比行业平均水平高出20%到30%。劳动节假期，搜索量超19年120%，端午节期间超110%。24Q3出境酒店和机票预订量恢复到120%，超过同行业标准40%。据《2024年国庆旅游消费报告》，国庆出境游日均订单量均超越19年，创历史新高。
- 入境：在“72/144小时过境免签”等系列便利外籍人士来华的政策推动下，24Q1/H1携程入境游机酒预订量同比增长超4倍/2倍，入境游对Trip.com业务贡献达20%/25%+。24Q3平台上的入境酒店预订量增长约100%。据《2024年国庆旅游消费报告》，携程入境游日均人次增速近80%，超50%的外国旅客在中国停留超过7天。
- 据《中国出境旅游发展年度报告（2023-2024）》23年中国出境旅游人数超过8700万人次，预测24年出境旅游人数为1.3亿人次，24年出境游仍是推动中国旅游市场发展的重要驱动力。同时伴随免签“朋友圈”扩容效应显现，外国人来华数量持续增加，据《中国入境旅游高质量发展报告》，2024上半年初步估算来华外国游客约1100万人次。得益于先人一步的全球化布局，携程成为国人出境和外国游客来华重要数字枢纽，看好出入境游成为携程增长第二曲线，同时更高变现率推动盈利能力提升。

图表：携程出入境业务收入快速增长



图表：24年7月中国OTA出境市场份额

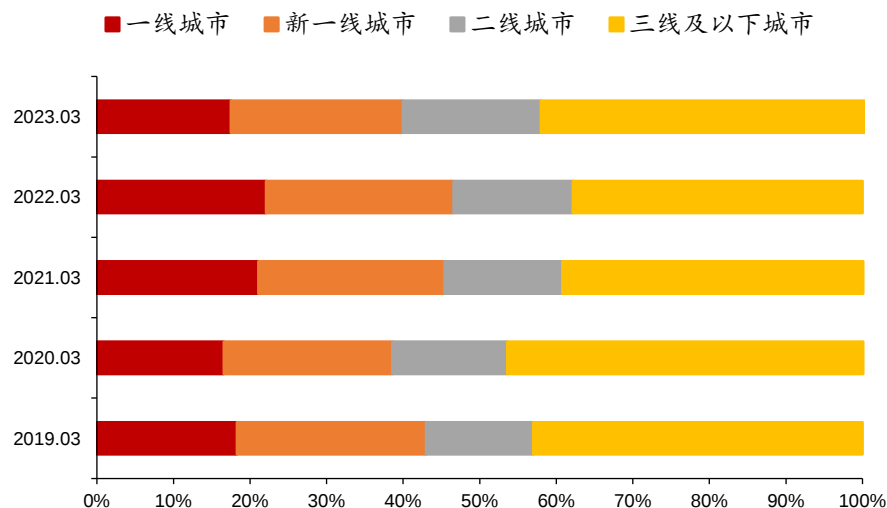
■ 携程旅行 ■ 飞猪旅行 ■ 同程旅行 ■ 美团 ■ 其他



## 携程长期看点2：线下门店+同程合作，拓展低线城市新客源

■ 三四线城市和低线酒店等下沉市场成为携程另一大增量池。携程和去哪儿平台主要面向一线城市和新一线城市，但据Fastdata数据，三线及以下城市实际占据超过4成OTA用户量。为了进一步覆盖更低线、消费水平偏低的用户，携程通过线下门店的扩张，与同程旅行共享酒店库存，丰富了低线市场的旅游产品供应，不断渗透低线城市。携程的线下门店不仅提供旅游咨询服务，还提供换汇租车、免费打印、照片冲洗等本地服务，提升了当地居民的进店率和品牌知名度。据酒店观察网，18年携程旗下的携程、去哪儿、旅游百事通线下门店数量超过7000家，线下门店对跟团旅游业务GMV贡献率达到40%左右。20年因疫情关闭部分门店，21年底携程门店数达到5000家。疫情后，据闻旅引用携程旅游渠道事业部的数据，截至23年携程旗下品牌门店数量已重新回到6500家的规模，2023年，游客在携程线下门店购买国内旅游产品人均花费1426元，较2019年增长近40%；海外产品人均花费5269元，较2019年增长16%。其中通过门店报名的定制游产品订单量占比同比增长92%。通过下沉市场战略携程不仅优化了用户结构，还抓住了市场潜力巨大的增量空间，为携程的持续增长奠定坚实的基础。

图表：中国在线旅游用户城市等级分布



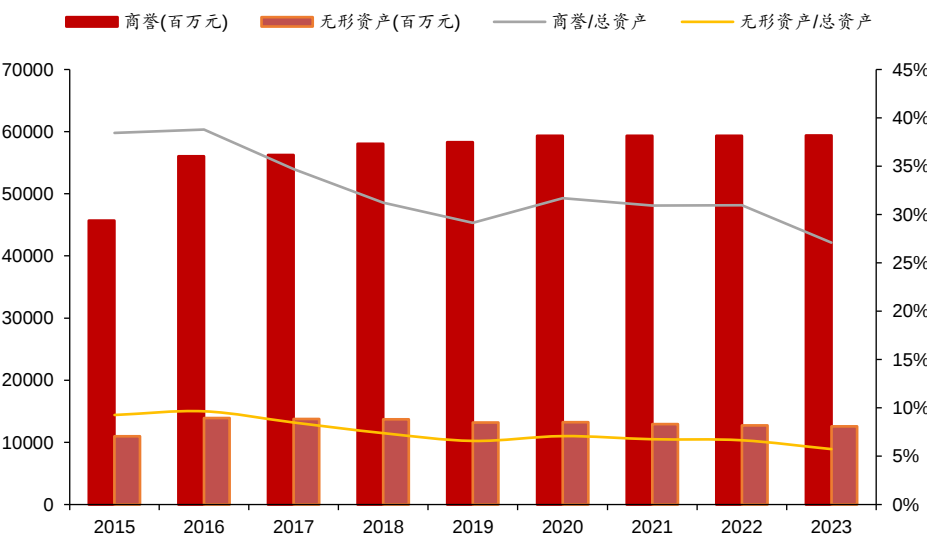
图表：携程线下门店类型



# 携程商誉和无形资产：金额较高，但未来减值风险较小

携程的商誉和无形资产在近年来保持在较高水平，主要源于公司通过一系列战略性收购和投资，如收购去哪儿、Skyscanner等，形成了庞大的旅游生态系统，携程在收购后并没有发生过商誉或无形资产减值。截至2023年末，公司商誉和无形资产分别为594亿元和126亿元，合计占总资产33%，其中2015年收购去哪儿增加商誉/无形资产436/99亿元，2016年收购Skyscanner增加商誉/无形资产95/31亿元。考虑去哪儿、Skyscanner等标的疫情前表现良好，目前伴随国内和海外旅游出行行业复苏，标的业务均有明显恢复，我们认为携程未来商誉和无形资产减值风险较可控。

图表：2015年以来携程商誉和无形资产情况



图表：2014年以后携程重要收购事件及其带来的商誉和无形资产金额

| 标的           | 时间       | 持股方式  | 支付对价（亿元） | 公允价值（亿元） | 无形资产（亿元） | 递延所得税负债（亿元） | 商誉（亿元） |
|--------------|----------|-------|----------|----------|----------|-------------|--------|
| Travix       | 2020年4月  | 收购    | 7.7      | -3.04    | 0.7      | 0.2         | 10.0   |
| 捕娱网          | 2020年9月  | 收购    | 4.2      | 0.6      | 3.2      | 0.8         | 1.2    |
| 某线上旅行社       | 2019年11月 | 获得控制权 |          | 2.6      |          |             | 3.9    |
| 某线下旅行社       | 2018年5月  | 收购    | 12.0     | -2.1     | 2.7      | 0.7         | 12.0   |
| Skyscanner   | 2016年12月 | 收购    | 120.0    | 3.3      | 31.0     | 6.2         | 95.0   |
| 去哪儿          | 2015年12月 | 收购    | 325.0    | -6.3     | 99.0     | 25.0        | 435.6  |
| Travelfusion | 2015年1月  | 收购    | 7.2      | 0.4      | 3.5      | 0.7         | 6.9    |

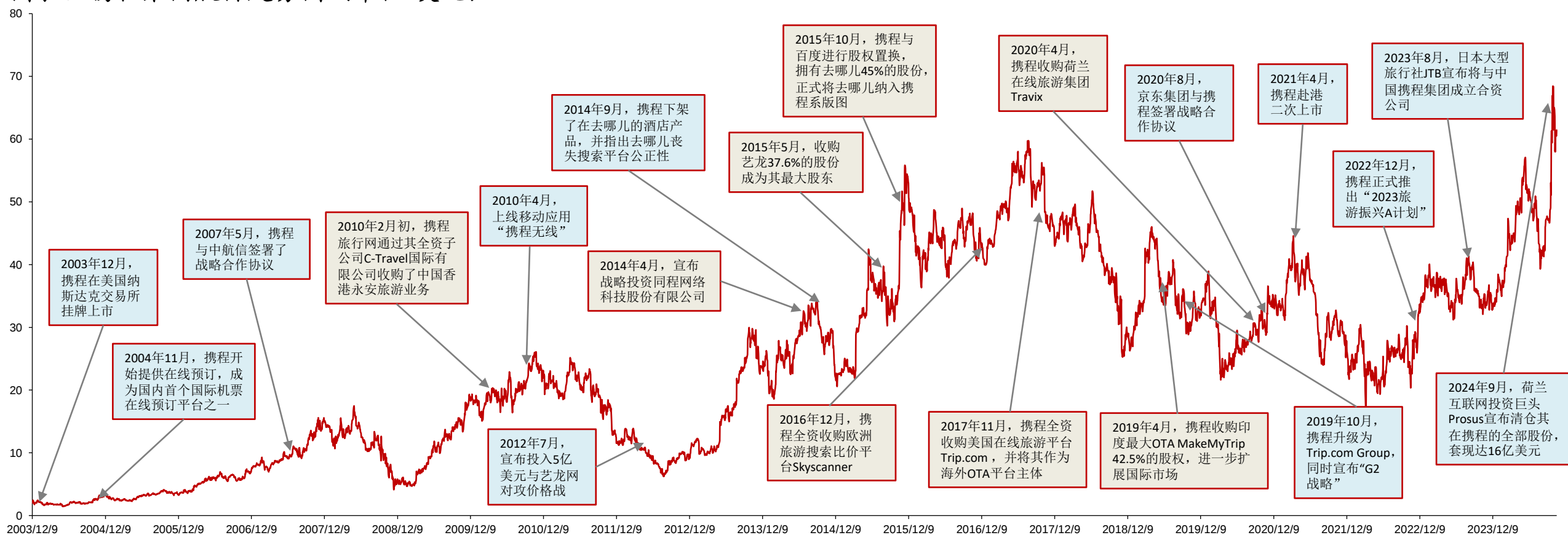
- **携程核心业务及财务数据盈利预测：**我们预计住宿预订和交通票务收入增速将有所回落，未来3年cagr为20%/12%，旅游度假随着消费者对个性化和高品质旅游产品的需求增加，及携程国际市场的拓展和内容战略的实施，预期收入增长保持较高水平，未来3年cagr24%，商旅业务保持稳定增长，未来3年cagr9%。预计携程未来三年整体收入和NON-GAAP净利润复合增速分别为17%/21%。

图表：携程盈利预测表（百万元）

|              | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  | 23-26 CAGR |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 营业收入         | 20,029 | 20,055 | 44,562 | 52,928 | 61,670 | 70,998 | 17%        |
| 同比增长         |        | 0%     | 122%   | 19%    | 17%    | 15%    |            |
| 住宿预订服务收入     | 8,148  | 7,400  | 17,257 | 21,488 | 25,356 | 29,667 | 20%        |
| 同比增长         |        | -9%    | 133%   | 25%    | 18%    | 17%    |            |
| 交通票务服务收入     | 6,905  | 8,253  | 18,443 | 20,181 | 23,047 | 26,043 | 12%        |
| 同比增长         |        | 20%    | 123%   | 9%     | 14%    | 13%    |            |
| 旅游度假服务收入     | 1,105  | 797    | 3,140  | 4,247  | 5,097  | 5,938  | 24%        |
| 同比增长         |        | -28%   | 294%   | 35%    | 20%    | 17%    |            |
| 商旅服务收入       | 1,347  | 1,079  | 2,254  | 2,434  | 2,677  | 2,918  | 9%         |
| 同比增长         |        | -20%   | 109%   | 8%     | 10%    | 9%     |            |
| 其他业务收入       | 2,524  | 2,526  | 3,468  | 4,577  | 5,493  | 6,432  | 23%        |
| 同比增长         |        | 0%     | 37%    | 32%    | 20%    | 17%    |            |
| 毛利润          | 15,425 | 15,526 | 36,389 | 43,100 | 50,185 | 57,776 | 17%        |
| GPM          | 77%    | 77%    | 82%    | 81%    | 81%    | 81%    |            |
| NON-GAAP营业利润 | 270    | 1,276  | 13,158 | 16,091 | 21,244 | 25,521 | 25%        |
| NON-GAAP OPM | 1%     | 6%     | 30%    | 30%    | 34%    | 36%    |            |
| NON-GAAP净利润  | 2,910  | 1,294  | 13,071 | 17,538 | 19,525 | 23,010 | 21%        |
| NON-GAAP NPM | 15%    | 6%     | 29%    | 33%    | 32%    | 32%    |            |

■ 市值复盘：股价伴随在线旅游行业发展和携程市场份额扩大一路走高。复盘携程股价可分为四阶段，在高速成长阶段（1999-2011），公司凭借先发优势和快速市场扩张积累大量商旅用户，市占率独占鳌头，股价攀升。在激烈竞争阶段（2012-2017），公司面临价格战和资本整合，但最终通过投资入股其他头部公司结束内战，股价大幅提升。稳健增长阶段（2018-2022），国内业务面临跨界竞争，行业线上渗透率放缓，以及疫情冲击挑战，股价有所回落。2023年疫后时期，公司强势复苏，股价重回高位，展现出公司稳健增长的潜力。

图表：携程集团股价走势图（单位：美元）



- **携程估值复盘：**复盘携程估值，排除由于低EPS所导致的异常值，携程PE估值总体处于15x-50x分位，在OTA行业伴随线上渗透率提升高速增长阶段，携程估值水平更多取决于行业增长、竞争格局变化以及自身业绩增长水平。我们认为目前国内OTA行业增长已进入相对稳健成长阶段，竞争格局逐步稳固，携程后续估值将更多取决于自身EPS水平，同时由于在海外酒旅供应链提前布局，出海是另一大焦点，国人出境和外国人入境规模还有较大增长空间，公司出海业务逐步扩张，有望为携程估值提升打开空间。

图表：携程集团历史PE估值水平（动态）



# 目录

- OTA行业分析
- 携程集团分析
- 同程旅行分析

### ■ 【核心结论】

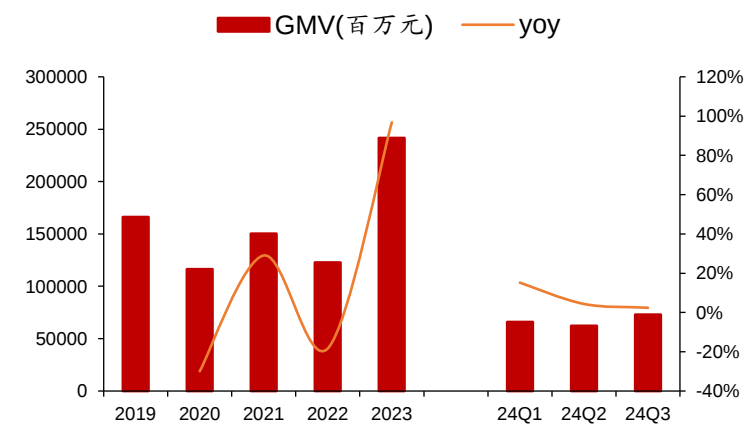
- 【公司介绍】同程旅行由中国在线旅游行业的两家知名公司——同程网络和艺龙合并而成，成立于2018年。公司专注于满足下沉市场的旅游需求，尤其是“小镇青年”的出行需求。同程旅行背靠腾讯和携程两大股东，享有强大的流量支持和丰富的供应链资源。通过All in小程序战略，利用微信等平台的流量优势，同程旅行快速渗透至低线城市，成为下沉市场在线旅游服务的领先平台。

### ■ 【投资逻辑】

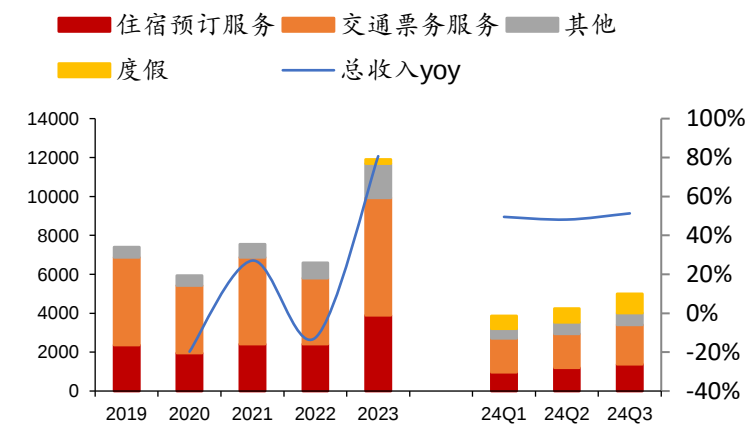
- 1. 下沉市场优势：同程旅行在下沉市场拥有显著的用户基础和市场渗透率。截至2024年第二季度，同程旅行的注册用户中87%以上来自非一线城市，微信平台新付费用户中约70%来自非一线城市。公司通过线下交通枢纽设立服务点、汽车站铺设自动售票机等多元化获客渠道，进一步巩固了其在下沉市场的领先地位。
- 2. 腾讯和携程的持续赋能：腾讯通过微信小程序为同程旅行提供了大量低成本流量，帮助公司高效触达下沉市场用户。携程则为同程旅行提供了丰富的酒店和交通票务资源，节省了自有地推团队的成本。此外，携程的高管参与同程旅行的董事会，为公司提供战略规划和运营管理上的支持。
- 3. 多元化业务和国际拓展：同程旅行通过收购和自建方式加强酒店管理和度假业务布局，推出“考试房”、“宠物房”、“电竞房”等特色住宿产品，满足年轻用户和“小镇青年”的个性化需求。公司还积极构建国际供应链，与多个国家和地区政府合作，上线各类旅游产品。2023年，同程旅行的国际酒店间夜量同比增长330%，显示出强大的国际拓展能力。

■ 同程旅行，中国在线旅游行业的“拼多多”。同程是中国在线旅游行业的领先企业，由同程网络和艺龙合并而成，专注于满足下沉市场的旅游需求，尤其是“小镇青年”的出行需求。公司背靠腾讯和携程两大股东，享有强大的流量支持和丰富的供应链资源，通过All in小程序战略，利用微信等平台的流量优势，快速渗透至低线城市。公司不仅在住宿预订和交通票务方面保持良好的增长势头，还在不断探索度假、酒管等新兴业务，积极向智能出行管家（ITA）转型，以满足用户不断变化的个性化需求。此外，同程旅行通过技术创新和品牌升级，不断提升用户体验，巩固了其在下沉市场的领先地位。据Fastdata数据，按照交易额口径，同程市场份额排名第三，仅次于携程和美团。据公司公告，同程旅行在2023年实现交易额2415亿元，+97%yoy，营收119亿元，+81%，经调整净利润22亿元，+240%yoy。

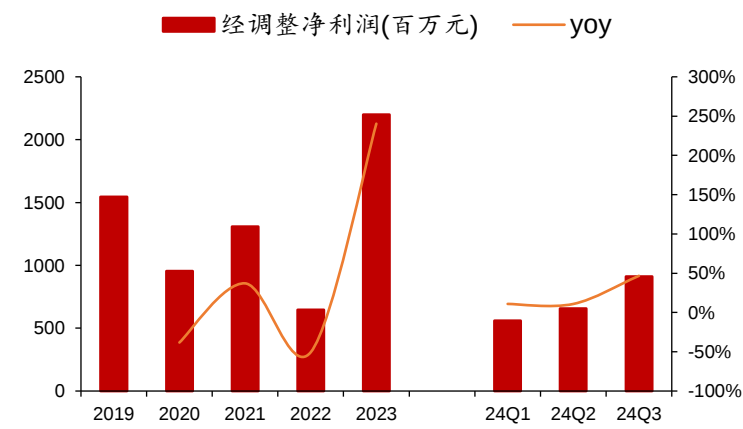
图表：2019-2023年同程旅行交易额



图表：2019-2023年同程旅行营收(单位百万元)

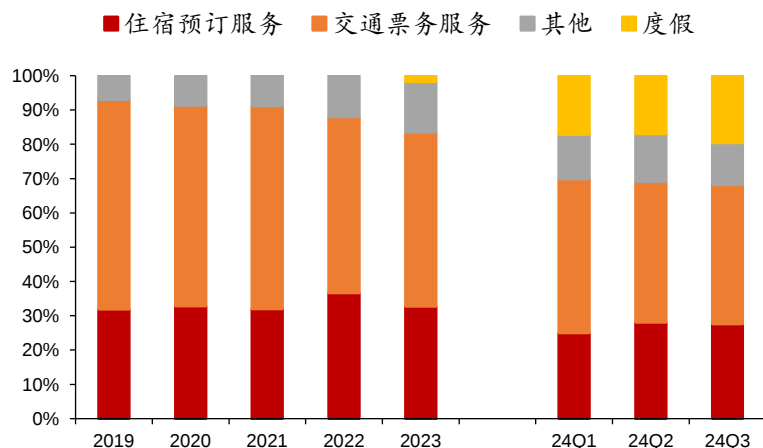


图表：2019-2023年同程旅行经调整净利润

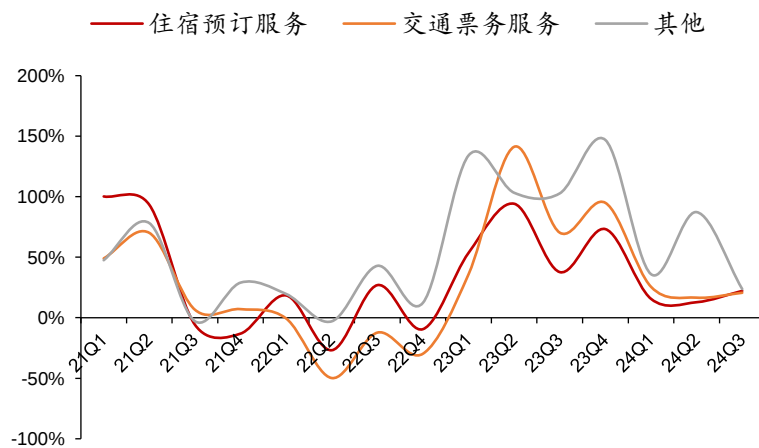


- **收入分析：**不考虑收购同程旅业后新增度假业务，核心OTA业务中，营收3成住宿，6成来自交通，住宿交通受价格基数影响，预计未来三年将保持低双位数增长。23Q4新增度假业务后，预计同程未来营收中度假业务接近20%，核心OTA业务超80%，度假业务预计增速将和集团处在相同水平。
- **毛利率分析：**轻资产运营毛利较高，2019-2023经调毛利率分别为69%/72%/75%/73%/74%，毛利率相较疫情前逐步提升主要得益于公司的流程化运营、智能化管理，服务开发及管理费带来的规模效应。24H1由于整合旅游业务影响，毛利率出现同比下滑，但预计随着新业务的成熟和规模效应显现，毛利率有望继续保持在较高水平。
- **费用率分析：**销售费用率占比最大且提升明显，主要系疫情以来公司营销投入不断加大。公司主要通过短视频平台合作、新消费品牌异业合作等方式提升品牌形象，吸引Z世代年轻用户群体，整体是维持高投放、份额扩张的逻辑。若投放降低，盈利能力可随时提升很多。随着公司逐步优化营销策略和提高用户获取效率，2023年的销售费用率有所下降。

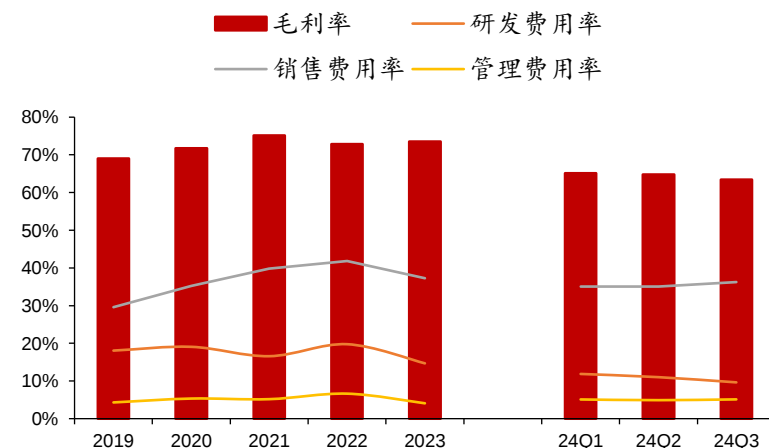
图表：同程营收结构



图表：同程分业务分季营收增速

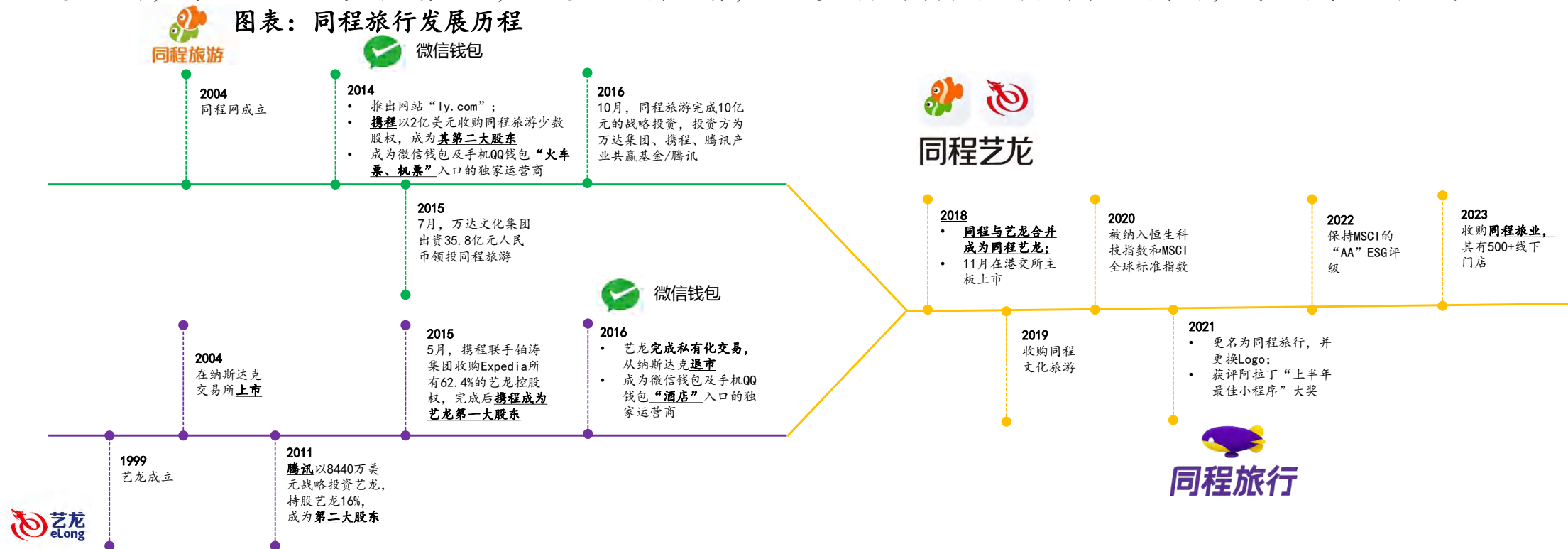


图表：同程毛利率及期间费用率(经调整)



# 发展历程：通过并购艺龙成为OTA行业老三

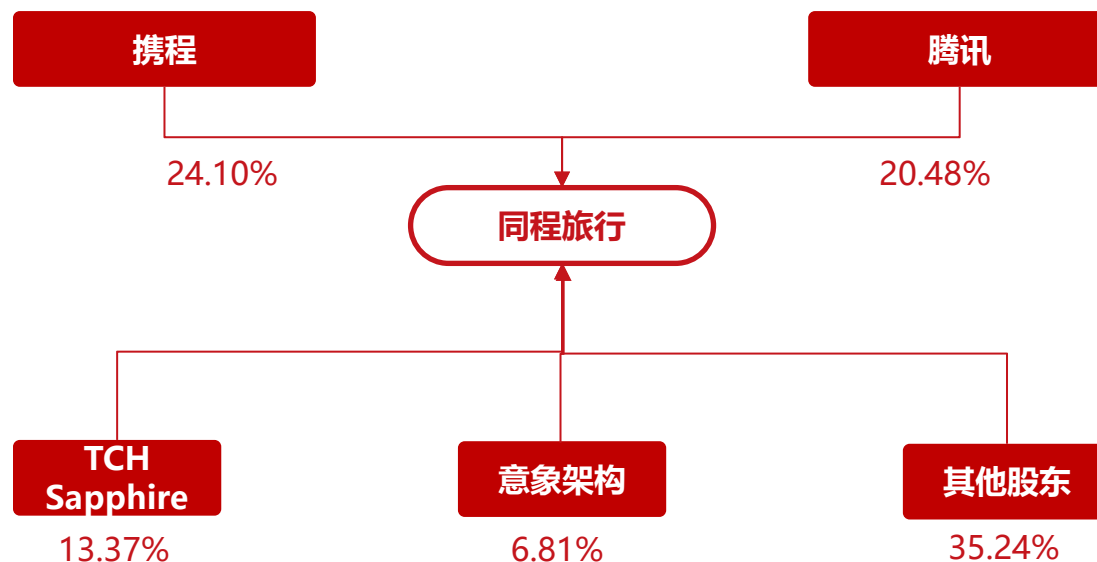
- 发展历程：同程携手艺龙，双强合并后赴港上市。同程艺龙是中国第三大综合性OTA企业、港股OTA第一股。同程网络和艺龙于18年3月合并并于18年11月登陆港股市场。同程网络票务业务见长，艺龙主营酒店业务，同程艺龙于15-18年在中国OTA市场的交通票务及住宿预订交易额中保持了最快增长。
- 同程通过与艺龙合并，整合了双方在交通票务和住宿预订领域的优势资源，迅速扩大了业务规模 and 市场份额。合并后的新公司依托腾讯和携程的流量及供应链支持，不仅在下沉市场中占据了有利位置，还通过一系列创新营销策略和产品优化，提升了用户黏性和品牌认知度。此外，同程还积极拓展新业务领域，如度假和酒管业务，进一步增强了其在线旅游市场竞争力，成功跻身OTA行业前三位置。



## 股东结构：港股OTA第一股，具备腾讯与携程两股东加持

- 腾讯和携程分别为同程艺龙第一大和第二大股东。腾讯作为第一大股东不仅为公司提供了小程序的独家入口，还以超级app的生态环境，为公司提供大数据营销支持。携程作为目前中国最大，世界第三大OTA，与公司有着供应链上的合作关系——携程作为资源充足的平台向同程艺龙提供酒店机票等产品，同程艺龙作为分销平台为携程消化其平台上自有库存或者携平台供应商的库存。
- 两大股东，腾讯基于用户端为公司提供流量入口，携程基于供应端为公司提供丰富的产品，而股权结构为这种合作关系带来了一定的确定性。

图表：同程旅行股权结构（截至24.6.30）



# 核心高管：董事会成员由同程系、携程系及腾讯系构成

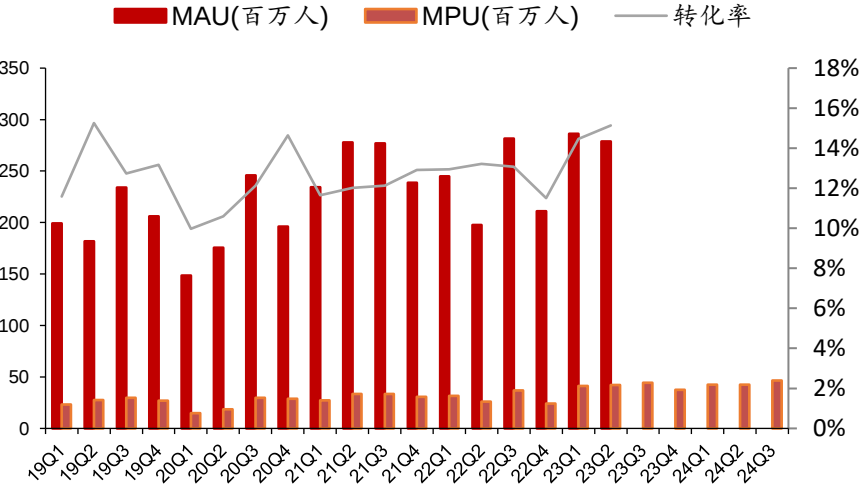
- 同程旅行的董事会成员由同程系、携程系及腾讯系的代表共同构成。同程系代表包括联席董事长吴志祥和执行董事兼CEO马和平，他们在公司战略规划和日常运营中发挥核心作用。携程系的代表如联席董事长梁建章，为公司带来了丰富的行业经验和资源支持。腾讯系代表则通过其在董事会中的席位，为公司提供强大的流量和技术支持。

图表：同程旅行高管及董事会成员介绍

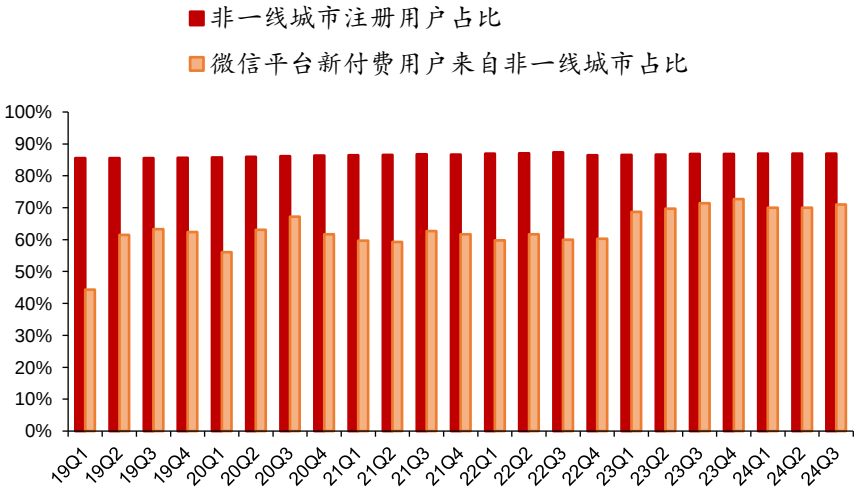
| 执行董事                                                                                                                                                                                                                      | 高级管理人员                                                                                                                                                                                                                                                                            | 独立、非执行董事                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>吴志祥</b><br/>联席董事长、执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>主要职责是为本集团提供整体战略规划及业务方向，阿里巴巴出身。</li><li>于2004年3月创办同程网络，并于2008年4月起出任同程网络董事长。</li><li>吴先生于1998年6月获得中国苏州大学历史学学士学位。自2018年3月起，吴先生担任苏州程艺董事兼总经理。</li></ul> | <p><b>范磊</b><br/>首席财务官</p> <ul style="list-style-type: none"><li>负责整体财务管理。</li><li>于2013年4月至2016年9月出任艺龙开曼的财务规划及分析部门总监及高级总监。范先生现在本集团多家子公司出任监事加入本集团前，于2010年3月至2013年4月在联交所主板上市公司联想集团有限公司先后出任财务经理及高级财务经理。</li><li>于2004年在中国北京航空航天大学获得机械工程及自动化学士学位。亦于2010年在香港中文大学获得工商管理硕士学位。</li></ul> | <p><b>江浩</b><br/>非执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>于2018年3月至4月，江先生与马和平先生一同出任联合首席执行官。自2015年7月起出任艺龙开曼的首席执行官。</li></ul>                                                             |
| <p><b>马和平</b><br/>执行董事、首席执行官</p> <ul style="list-style-type: none"><li>负责业务战略的实施及日常业务营运。</li><li>同程创始人。马先生亦担任同程网络总经理兼董事。</li><li>马先生于1998年6月获得中国苏州大学计算机应用及维护文凭。</li></ul>                                                 | <p><b>白志伟</b><br/>集团副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"><li>负责营销及业务发展。</li><li>2014年6月至2018年3月担任艺龙开曼的副总裁。2010年12月至2014年6月于艺龙开曼的销售支援部门出任高级总监及业务发展副总裁。于2008年2月至2010年12月出任区域高级总监，负责艺龙开曼的战略客户。于1998年在北京大学获得计算机科学及经济学双学士学位，于2007年在清华大学获得工商管理硕士学位。</li></ul>                      | <p><b>杨嘉宏</b><br/>独立非执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>自2023年9月起担任德航控股首席财务官。自2007年至2023年，担任多个首席财务官，包括途牛国际旅行社、富商网和航美传媒。杨先生目前还担任天境生物、爱奇艺、向上融科和怪兽充电的独立董事。</li></ul>                  |
| <p><b>梁建章</b><br/>联席董事长、非执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>携程创始人。梁先生先后担任过首旅酒店、新浪公司以及MakeMyTrip Ltd.的董事。梁先生之前服务于途牛旅游网、前程无忧股份有限公司、世纪佳缘国际有限公司及如家酒店集团的董事会。</li></ul>                                             | <p><b>徐建中</b><br/>集团高级副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"><li>负责本集团出行业务。</li><li>生于二零一零年七月至今，先后担任同程网络度假产品经理、机票事业群产品经理、总监、高级总监、副总裁，出行事业群负责人。</li><li>于二零零九年六月获得桂林理工大学学士学位，并于二零二二年一月获得中国复旦大学EMBA学位。</li></ul>                                                                 | <p><b>谢晴华</b><br/>非执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>于2003年12月加入腾讯，现任腾讯副总裁。谢先生自2022年4月起担任易鑫集团非执行董事，自2023年4月起担任虎牙直播董事及薪酬委员会主席，亦自2023年5月起担任阅文集团非执行董事及审核委员会成员。</li></ul>             |
|                                                                                                                                                                                                                           | <p><b>余沛</b><br/>集团副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"><li>负责整体研发活动。</li><li>2012年2月至2018年3月先后担任艺龙开曼的结构设计负责人、结构总监及技术总监。现担任艺龙北京WFOE及深圳市捷旅国际旅行社有限公司的董事。</li></ul>                                                                                                             | <p><b>戴小京</b><br/>独立非执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>1998年12月至2016年4月，戴先生出任财讯传媒集团有限公司的执行董事。戴先生于中华人民共和国国务院发展研究中心从事经济政策研究。彼为《证券市场周刊》编委会委员。</li></ul>                              |
|                                                                                                                                                                                                                           | <p><b>王凯</b><br/>副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"><li>负责本集团度假产品运营与管理。</li><li>于二零一零年四月至今，先后担任同程网络酒店业务销售高级经理、文旅事业部负责人、目的地事业部负责人，度假产品中心负责人。</li></ul>                                                                                                                      | <p><b>Brent Richard Irvin</b><br/>非执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>于2010年1月加入腾讯集团，现为腾讯集团副总裁兼总法律顾问。于2005年8月至2009年11月在Wilson Sonsini Goodrich &amp; Rosati任职律师，专注于科技公司。</li></ul> |
|                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                   | <p><b>韩玉灵</b><br/>独立非执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"><li>现为北京第二外国语学院教授兼中国旅游人才发展研究院副院长。亦担任全国旅游职业教育教学指导委员会秘书长。</li></ul>                                                              |

- **商业模式拆解：**核心OTA业务收入中约3成来自住宿预订，约6成来自交通票务，其余1成来自批发买断收入及其它广告收入。我们估算，交通票务的takerate在3%（主要来自卖保险和抢票费），住宿预订的takerate在8%（主要来自卖保险和抢票费），takerate高低的背后逻辑是供给端越分散，平台takerate话语权越高。未来广告和增值服务变现可持续提升。收入结构逻辑：公司以交通票务为引流入口，加大交叉销售比例，加强住宿业务收入变现，住宿业务变现率和毛利率更高，是OTA利润最丰厚的领域，但其需求相对后端，需要引流入口支持。
- **流量数据：**MAU及MPU不断提升，截至23Q2末，同程MAU达2.79亿，截至24Q3末，我们预估MAU已达到3亿水平，根据公告，月付费用户数达4640万，+5%yoy，长期看月活用户数有望达4-5亿、付费率有望逐步提升。腾讯微信流量贡献：截至24Q3末，居住在中国非一线城市的注册用户占注册用户总数的87%以上，24Q3微信平台新付费用户中约71%来自中国非一线城市。当前对腾讯的流量渗透率20%，未来预计可达30%以上，流量端未来空间较大。

图表：同程活跃用户和付费用户持续增长



图表：非一线城市用户占据主导位置



■ **如何理解同程各项业务成长性？** 根据彭博一致预期，住宿预订业务受市场需求影响较大，随着大众出游意愿增强，酒店预订保持自然增长势头，预计住宿预订收入未来3年cagr为16%，交通票务业务更多受机票价格波动影响，航空市场供给增加、机票价格下滑，以及消费者价格敏感度提升等因素共同作用，预计交通票务收入未来3年cagr为16%，其他业务主要包括广告服务、酒店管理服务、商务旅游服务与配套增值用户服务等，预计其他业务未来3年保持高增速，cagr为20%。新增度假业务预计稳态下增速处于15%左右。预计同程未来3年营业收入cagr为24%，经调整净利润未来3年cagr为19%。

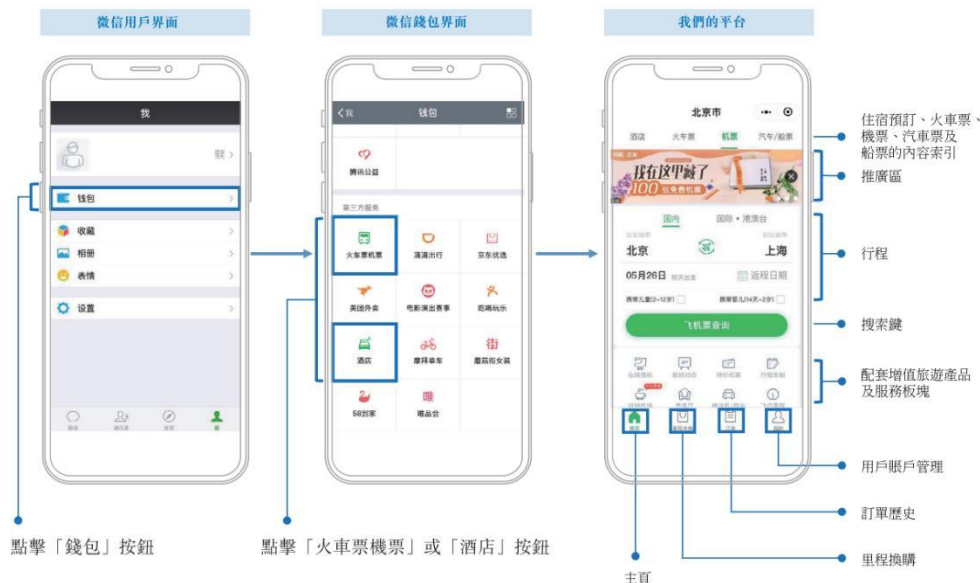
图表：同程盈利预测表（百万元）

|              | 2021A | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  | 23-26 CAGR |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 营业收入         | 7,538 | 6,585 | 11,896 | 17,177 | 19,860 | 22,658 | 24%        |
| 同比增长         |       | -13%  | 81%    | 44%    | 16%    | 14%    |            |
| 住宿预订服务收入     | 2,409 | 2,415 | 3,900  | 4,636  | 5,365  | 6,071  | 16%        |
| 同比增长         |       | 0%    | 61%    | 19%    | 16%    | 13%    |            |
| 交通票务服务收入     | 4,458 | 3,379 | 6,030  | 7,242  | 8,314  | 9,436  | 16%        |
| 同比增长         |       | -24%  | 78%    | 20%    | 15%    | 13%    |            |
| 其他业务收入       | 671   | 791   | 1,967  | 2,380  | 2,873  | 3,372  | 20%        |
| 同比增长         |       | 18%   | 149%   | 21%    | 21%    | 17%    |            |
| 度假           |       |       | 209    | 2,918  | 3,309  | 3,779  | 163%       |
| 同比增长         |       |       |        | 1297%  | 13%    | 14%    |            |
| 毛利润          | 5,648 | 4,778 | 8,738  | 11,072 | 13,059 | 14,978 | 20%        |
| GPM          | 75%   | 73%   | 73%    | 64%    | 66%    | 66%    |            |
| NON-GAAP净利润  | 1,296 | 646   | 2,199  | 2,732  | 3,148  | 3,693  | 19%        |
| NON-GAAP NPM | 17%   | 10%   | 18%    | 16%    | 16%    | 16%    |            |

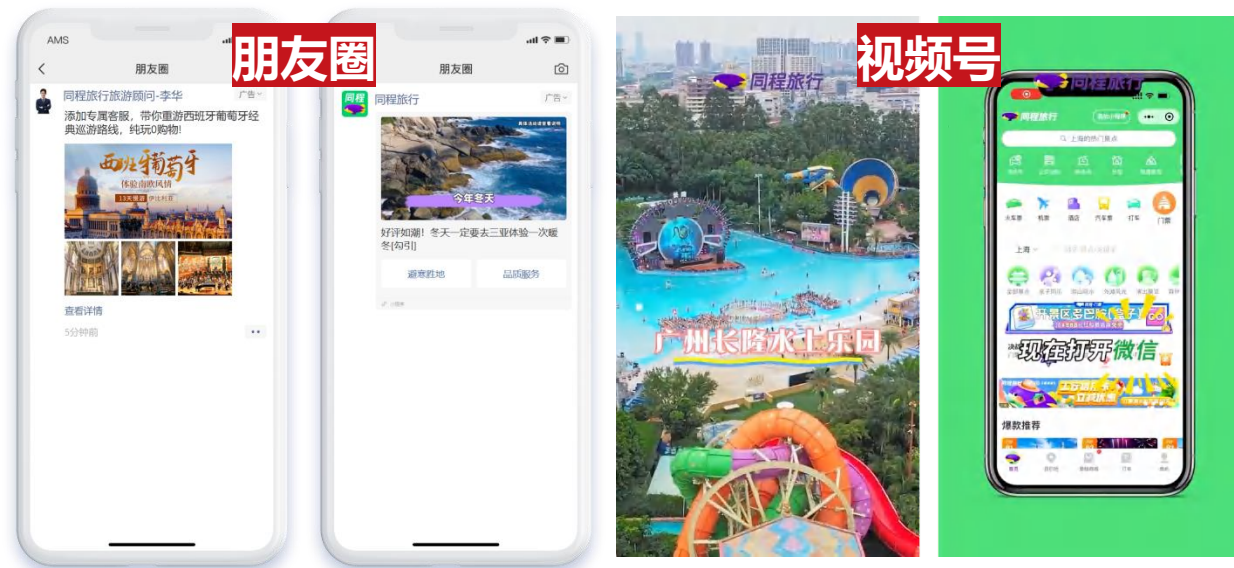
## ■ 腾讯主要在流量获取端赋能：

- **流量支持：**腾讯通过微信小程序为同程旅行提供了大量低成本流量（大股东协议提供的微信钱包机票火车票/酒店入口使用权、24年7月重签协议持续保障流量来源）。微信小程序作为同程旅行的主要流量入口，帮助公司高效触达下沉市场用户。同时公司在微信生态系统中探索并拓宽了各种场景的布局，增强流量来源。
- **品牌曝光和用户触达：**腾讯多个平台，如QQ浏览器、QQ音乐、腾讯视频等，都为同程旅行提供了多渠道的流量支持。此外，尤其是在低线城市的市场渗透上，腾讯的广告和营销推广服务也帮助同程旅行在品牌曝光和用户触达方面取得显著效果。
- **技术支持：**腾讯的技术资源和大数据能力为同程旅行的业务发展提供了强大的支撑。通过技术合作，同程旅行能够更好地理解用户需求，优化产品和服务，提升用户体验。

图表：同程拥有微信钱包机票火车票/酒店入口使用权

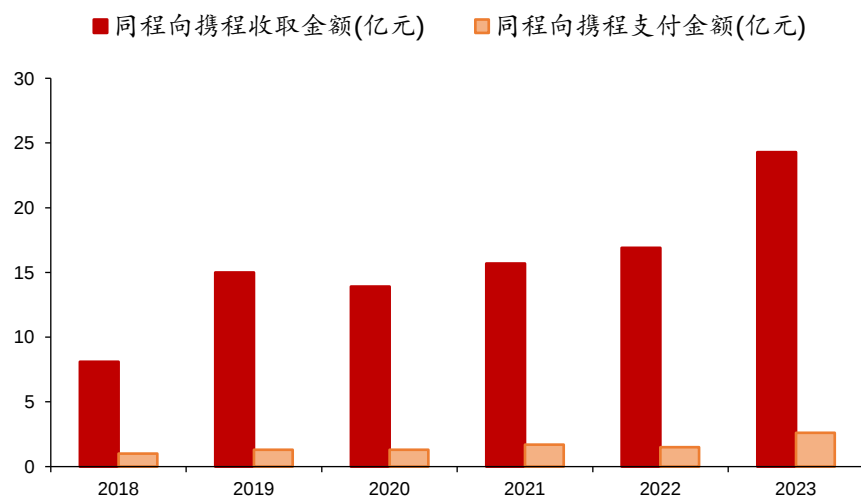


图表：同程拓宽微信生态场景布局

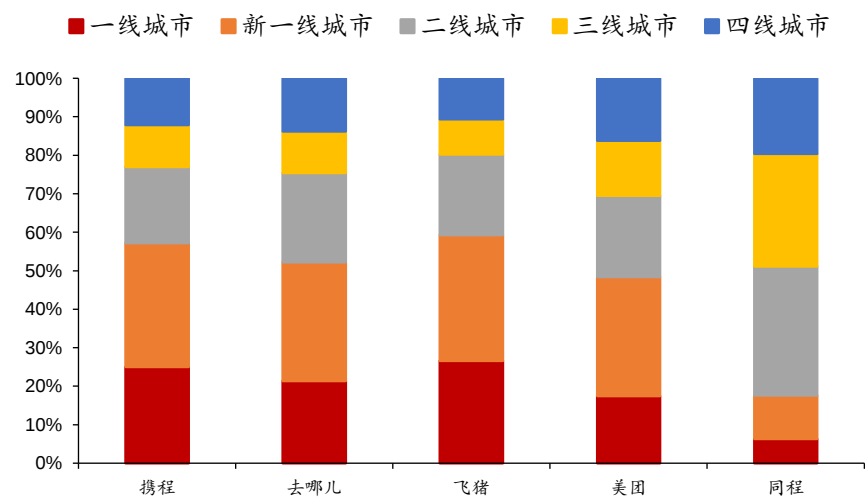


- 携程主要在供应链资源端赋能：
- 供应链资源：携程作为中国领先的在线旅游平台，为同程旅行提供了丰富的酒店和交通票务资源。同程旅行的大部分酒店库存来自携程，节省了自有地推团队，针对C端多采取智能客服及轻度介入、节省了自有呼叫中心人员，由此同程在其交通占比6成而携程交通占比4成、且其住宿ADR远低于携程情况下，较携程毛利率差距维持在9-10个点，而其较携程服务开发费用率低7-9个点。且高性价比产品与长尾用户的轻度服务诉求，对于公司重度服务要求本身不高。
  - 业务协同：同程和携程优势客群互补，二者合作收益大于竞争。携程主要聚焦高端市场，而同程旅行则深耕下沉市场和中低端市场。这种错位竞争使得双方能够在资源共享的基础上，各自发挥优势，共同拓展市场。其酒店资源基本上来自携程，而携程享受更大的集采优势及维持对美团的制衡。
  - 管理经验和行业资源：携程的高管如梁建章等在董事会中的参与，为同程旅行提供战略规划和运营管理上的支持。此外，携程的行业资源也为同程旅行在市场拓展和业务创新上提供有力支持。

图表：2018-2023同程与携程交易金额



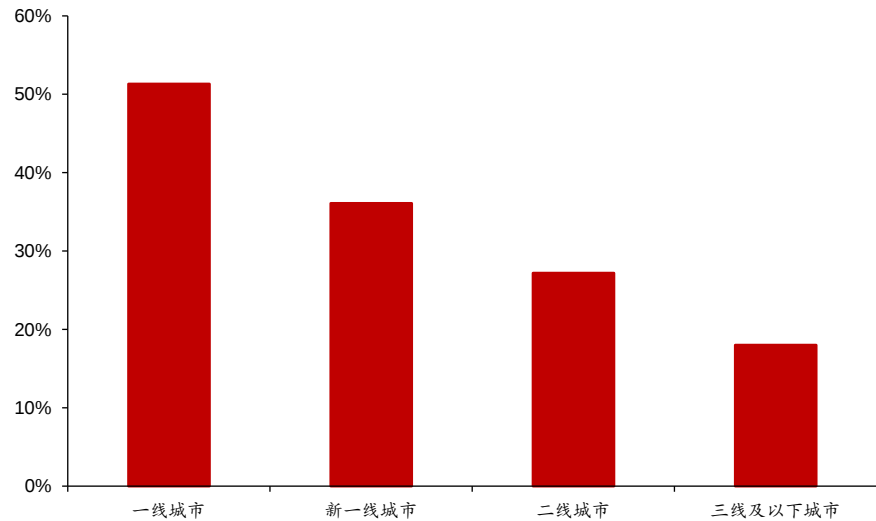
图表：同程和携程用户结构互补



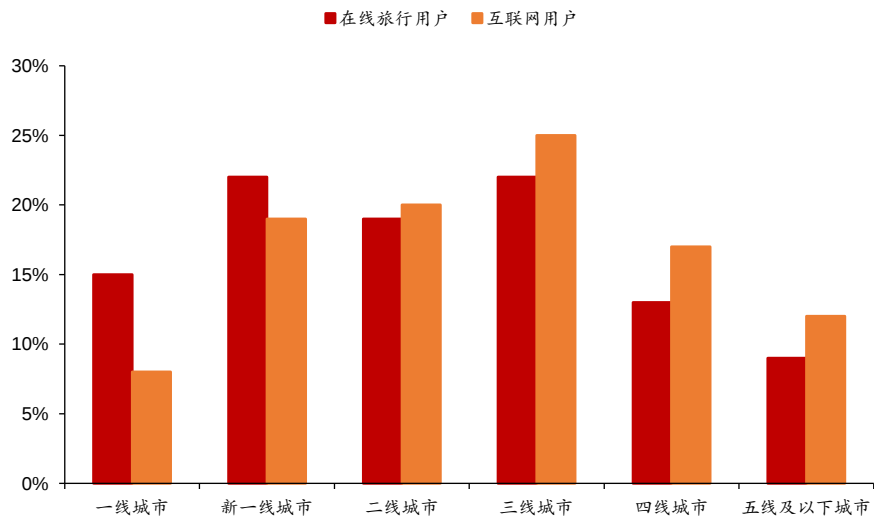
# 同程旅行长期看点1：把握先发优势，充分发掘下沉市场红利

- **深耕下沉市场，充分攫取下沉市场红利。**一线城市OTA线上化率50%以上，基本每个家庭都有一个线上预订平台，但低线城市目前仅在20%以上，长期看下沉市场OTA在线化提升空间更大。同程旅行注册用户非一线城市比例持续处于高位并不断提升，2024Q3达到87%以上。此外，2020年低线城市APP安装覆盖率不足30%，二线及以下城市在线旅游用户约2.3亿，参照高线城市情况仍有一倍以上提升空间。
- **多重策略进一步巩固其市场地位。**除持续优化与腾讯的合作，利用微信小程序这一高效流量入口，不断吸引下沉市场的用户，与携程共享酒店资源外，同程旅行还将积极开发多元化的获客渠道（线下交通枢纽设立服务点、汽车站铺设自动售票机等），加强本地化营销，通过线下活动和品牌营销提升在下沉市场影响力。在产品层面，公司将更加关注下沉市场用户的需求，推出更多符合其消费习惯的旅游产品，如本地游、短途游等，满足“小镇青年”个性化需求。

图表：2020 年 12 月手机用户在线旅游 APP 安装覆盖率



图表：三线及以下城市用户占比 44%



## 同程旅行长期看点2：新业务多元发展+国际市场开发布局

- **多维度策略确保业务多元化和可持续增长。**同程通过收购和自建方式加强酒店管理和度假业务布局。2023年同程收购同程旅业和呀诺达景区（前者是由多家区域旅行社组成的集团，而后者则专注于热带森林公园运营），完善度假板块，并通过并购PMS公司为低线城市酒店提供SaaS解决方案，扩大客户资源。此外，同程不断创新产品和服务，满足不同用户需求。针对年轻用户和“小镇青年”，推出“考试房”、“宠物房”、“电竞房”等特色住宿产品和“短途旅行IP 48小时”活动，提升用户体验和黏性。在业务模式上，同程旅行推动从OTA向ITA转型，利用大数据和数字化技术提供个性化旅行建议。2023年启动线下门店加盟计划，打通线上线下服务链路。同时，与汽车票运营商合作，投放自动售票机，覆盖全国40多万条汽车线路，提升地面交通预订便捷性。
- **构建全球网络，拓展国际市场。**同程积极构建国际供应链，拓宽全球旅游产品和服务的覆盖范围。2023年9月启动“目的地全球计划”，与韩国、新加坡、匈牙利等多个国家和地区政府合作，上线各类旅游产品。此外，与马来西亚、葡萄牙、塞尔维亚等国家政府在旅游平台建设和市场营销领域展开合作。同时同程旅行在国际酒店市场取得显著进展。据电商报，23年底，同程拥有超150家国际住宿市场的核心供应商，国际酒店预订服务覆盖海外超过1万个城市，向用户提供全球约250万家酒店民宿的在线预订服务，2023年国际酒店间夜量同比增长330%。据每经网，23Q4国际酒店间夜量也已完全恢复至2019年同期水平。

图表：同程旅业旅行社全国布局分布



图表：同程旅行启动“目的地全球计划”



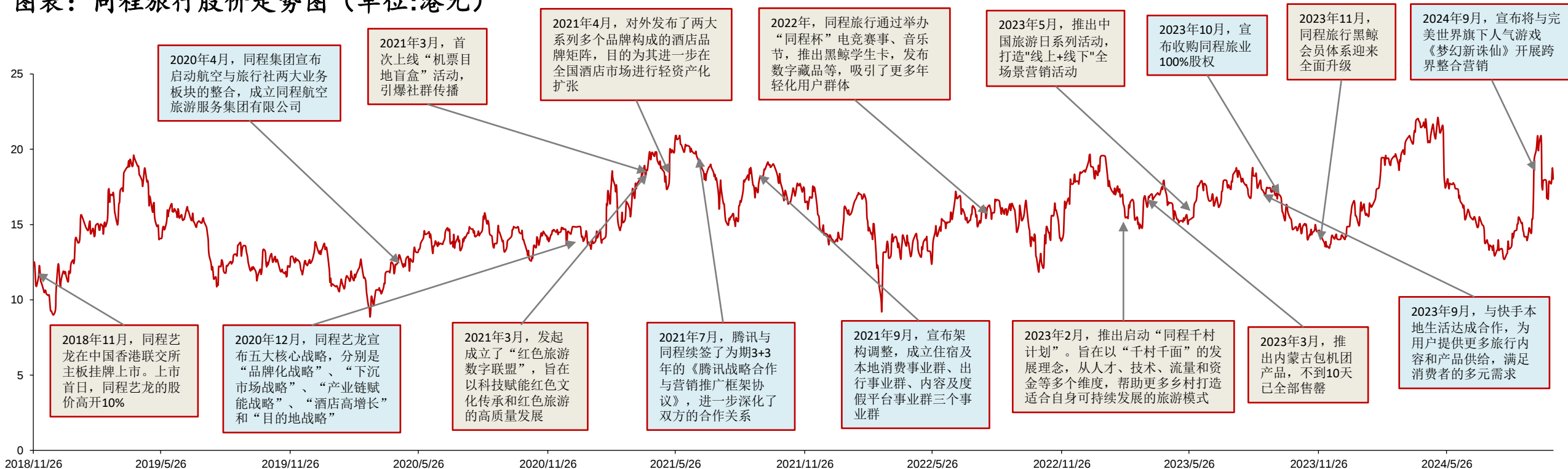
■ 同程核心业务及财务数据盈利预测：公司为国内一梯队OTA平台，具备低成本获客优势，而长尾流量变现力持续增强，低频出行市场占优，有望深度分享行业红利。我们预计同程GMV未来3年cagr为13%，公司变现率持续提升，住宿预订收入未来3年cagr为17%，交通票务收入未来3年cagr为19%，其他业务未来3年保持高增速，cagr为21%。新增度假业务预计稳态下增速处于15%左右。预计同程未来3年营业收入cagr为26%，经调整净利润未来3年cagr为22%。

图表：同程盈利预测表（百万元）

|              | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 23-26 CAGR |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|
| GMV          | 150,200 | 122,700 | 241,500 | 259,489 | 308,176 | 349,472 | 13%        |
| 同比增长         |         | -18%    | 97%     | 7%      | 19%     | 13%     |            |
| 变现率          | 5.0%    | 5.4%    | 4.9%    | 6.6%    | 6.5%    | 6.8%    |            |
| 营业收入         | 7,538   | 6,585   | 11,896  | 17,131  | 20,044  | 23,807  | 26%        |
| 同比增长         |         | -13%    | 81%     | 44%     | 17%     | 19%     |            |
| 住宿预订服务收入     | 2,409   | 2,415   | 3,900   | 4,612   | 5,350   | 6,206   | 17%        |
| 同比增长         |         | 0%      | 61%     | 18%     | 16%     | 16%     |            |
| 交通票务服务收入     | 4,458   | 3,379   | 6,030   | 7,244   | 8,512   | 10,044  | 19%        |
| 同比增长         |         | -24%    | 78%     | 20%     | 18%     | 18%     |            |
| 其他业务收入       | 671     | 791     | 1,967   | 2,314   | 2,777   | 3,471   | 21%        |
| 同比增长         |         | 18%     | 149%    | 18%     | 20%     | 25%     |            |
| 度假           |         |         | 209     | 2,961   | 3,405   | 4,086   | 169%       |
| 同比增长         |         |         |         | 1317%   | 15%     | 20%     |            |
| 毛利润          | 5,648   | 4,778   | 8,738   | 11,034  | 12,948  | 15,403  | 21%        |
| GPM          | 75%     | 73%     | 73%     | 64%     | 65%     | 65%     |            |
| NON-GAAP净利润  | 1,296   | 646     | 2,199   | 2,737   | 3,330   | 3,990   | 22%        |
| NON-GAAP NPM | 17%     | 10%     | 18%     | 16%     | 17%     | 17%     |            |

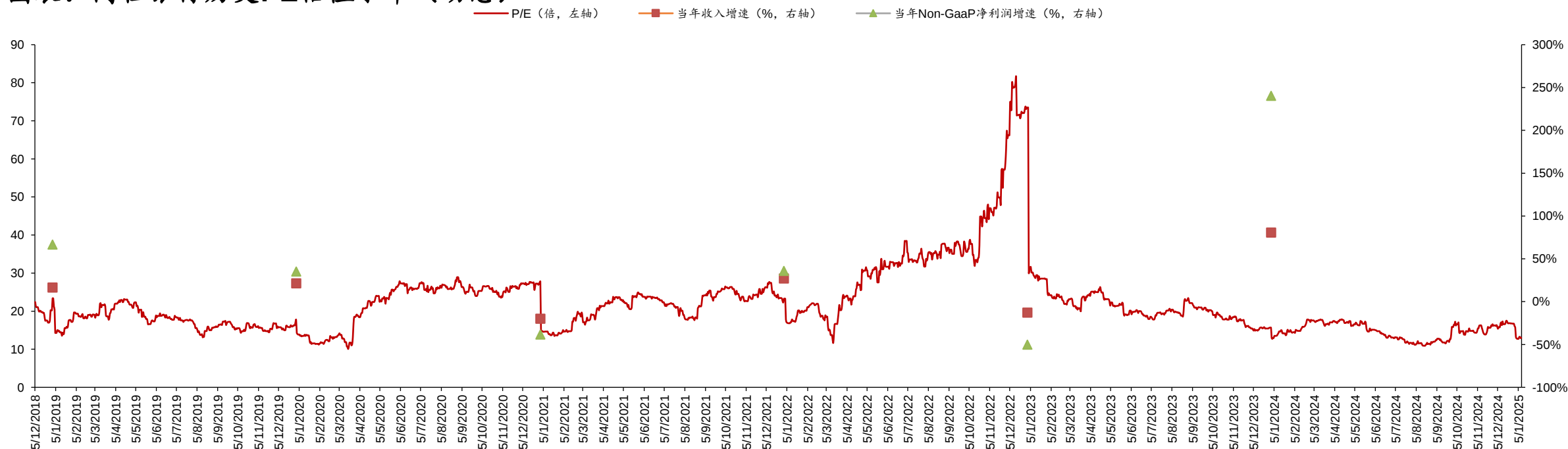
■ **市值复盘：整体保持上行趋势。**自2018年上市以来，公司股价呈现波动上行态势。2020年疫情期间公司股价受到较大冲击，但凭借其在下沉市场的强大优势和灵活的运营策略，迅速恢复并实现盈利。2021年，随着国内旅游市场的回暖，同程旅行的股价逐渐回升。进入2022年，全球经济形势和疫情的不确定性仍然影响着旅游业，股价表现波动较大。2023年，随着国际旅游市场的逐步恢复，公司收入和净利润均实现大幅增长，股价受到业绩复苏的积极影响迅速攀升。24年受宏观环境影响有所波动。

图表：同程旅行股价走势图（单位：港元）



■ **同程旅行估值复盘：**排除特殊时期造成的估值异常，同程旅行历史估值基本处于15-25xPE，其估值既取决于公司业绩增长水平（EPS）和市场流动性，同时会受行业发展阶段以及市场竞争格局影响。目前公司国内受益于下沉市场在线渗透提升，多元布局产业链，核心业绩增长稳健，国际也进入快速扩张周期，从EPS角度同程依然是国内互联网行业中少有的具有较高成长性平台。在旅游行业受益于政策红利+下沉市场出行需求提升当下，同程旅行作为下沉市场线上出行龙头，估值水平有望迎来重估。

图表：同程旅行历史PE估值水平（动态）



### 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

| 类别     | 评级   | 说明                                             |
|--------|------|------------------------------------------------|
| 公司评级   | 强烈推荐 | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。                 |
|        | 推荐   | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。                 |
|        | 中性   | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。             |
|        | 减持   | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。                 |
| 行业评级   | 推荐   | 分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。                      |
|        | 中性   | 分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。                     |
|        | 减持   | 分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。                      |
| 基准指数说明 |      | A 股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基。 |



方正证券研究所

专注 · 专心 · 专业

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座17层

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券