

疫后强劲复苏，龙头精益求精

2023 年 07 月 13 日

► **下沉市场在线旅游龙头，行业地位稳固。**同程旅行于 2018 年由同程及艺龙合并而来，同年登陆港交所。合并整合了双方在酒店及机票领域的优势，成为 OTA 行业巨头之一。同程主营业务分为住宿预订、交通票务及其他服务，早期交通票务服务占比较大，随着盈利结构完善，住宿预订服务及其他服务占比逐渐提升，业务结构更为合理，为未来可持续增长奠定基础。疫后同程表现亮眼，23Q1 季报营收/归母净利润分别恢复至 19 年的 145%/388%，复苏强劲。

► **行业格局仍有变数，暗流涌动含新机。**行业发展步入整合发展阶段，携程、美团、同程、去哪儿、飞猪处于国内市场份额前五位，2021 年 GMV 规模中 CR5 达 92.9%，尽管 OTA 市场已经较为成熟，未来仍存在市场和商业模式上的探索空间，以及可能的格局重塑：包括汽车票及船票在线化渗透、下沉市场扩容、内容种草驱动交易的新模式等；抖音、快手及小红书等内容平台的入局亦将对行业格局造成冲击，引发新变。

► **股东优势奠定基础，创新提升未来潜力。**同程拥有多项优势：1) 背靠携程及腾讯，携程提供资源存量，腾讯给予流量支持，协同助力增长。2) 定位下沉市场，2022 年公司非一线城市用户占比达 86.5%，考虑到下沉市场为 OTA 渗透的主要增量，同程在下沉市场的布局占据了发展先机。3) 公司依托技术研发、产品创新以及资本的加持，打造了数字化能力支撑下的文旅产业生态：包括同程数科、艺龙酒店科技等平台，充分激发协同效应。

► **未来看点：**1) **腾讯用户基本盘引流有望持续加强：**2022 年同程 MAU 占腾讯微信及 WeChat MAU 的 14.26%，仍有较大挖掘空间。2) **下沉市场可深耕扩容：**若与美团共同分享下沉市场蛋糕，需重点加强自身产品服务体验，发挥旅游板块先发优势，提升供应链效率。3) **深挖旅游服务及产品池，扩充多元化盈利方式，**优化用户年龄结构，保持创新步伐，加强内容赋能，从而不被新平台的冲击下落于下风。4) **加强产业链渗透力度及出境游布局，**在完成多个酒店品牌收购后，需更好的完善上游品牌矩阵及服务体系，提高酒店管理业务的综合竞争力。同时，收购线下旅行社后公司出境游业务有望加速，带来新增量。

► **投资建议：**同程背靠股东优势，腾讯及携程分别提供流量和资源支持。随着 23 年疫情放开，旅游大环境复苏强劲，公司迎来业绩恢复契机。同时，同程定位下沉市场，具有可观的增长空间，叠加通过收并购布局出境游的增长预期，未来公司业绩预计将进一步释放。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.41 亿元、17.53 亿元及 22.85 亿元，对应 PE 分别为 31x、22x 及 17x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争风险，政策风险，下沉市场及出境游拓展不及预期风险，股东变更风险，宏观经济恢复不达预期风险，收并购整合不达预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6592	10998	13656	15996
增长率 (%)	-13%	67%	24%	17%
归属母公司股东净利润 (百万元)	-146	1241	1753	2285
增长率 (%)	-120%	950%	41%	30%
每股收益 (元)	-0.07	0.55	0.78	1.02
PE	/	31	22	17
PB	2.7	2.3	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 07 月 12 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9200RMB)

推荐

首次评级

当前价格:

17.40 港元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书: S0100522120002

电话: 15951933859

邮箱: raolinfeng@mszq.com

目录

1 公司概况：下沉市场在线旅游龙头，行业地位稳固	3
1.1 业务概况：下沉市场龙头，打造在线旅游生态版图	3
1.2 发展历程：合并整合优势，提高竞争地位	4
1.3 公司治理：股东充分赋能，管理层经验丰富	6
1.4 经营状况：疫后复苏强劲，业务结构趋于多元	8
2 在线旅游：行业稳中有增，格局或仍存变数	13
2.1 行业概况：行业步入整合发展阶段，疫后高弹性修复进行时	13
2.2 产业链剖析：各链端皆有变革，蕴含行业发展新机	15
3 核心看点：股东协同优势奠定竞争基础，下沉渗透+生态营造带来增量	32
3.1 股东各具优势，协同事半功倍	32
3.2 定位下沉市场，针对未来市场空间具备先发优势	33
3.3 主营业务轻量化，发力产业链扩张打造生态	34
3.4 技术夯实服务基础，创新+体验提高用户粘性	38
4 主要公司对比：各 OTA 平台定位明确，差异化竞争为大势	41
5 盈利预测与投资建议	47
5.1 盈利预测假设与业务拆分	47
5.2 估值分析	48
5.3 投资建议	49
6 风险提示	50
插图目录	52
表格目录	53

1 公司概况：下沉市场在线旅游龙头，行业地位稳固

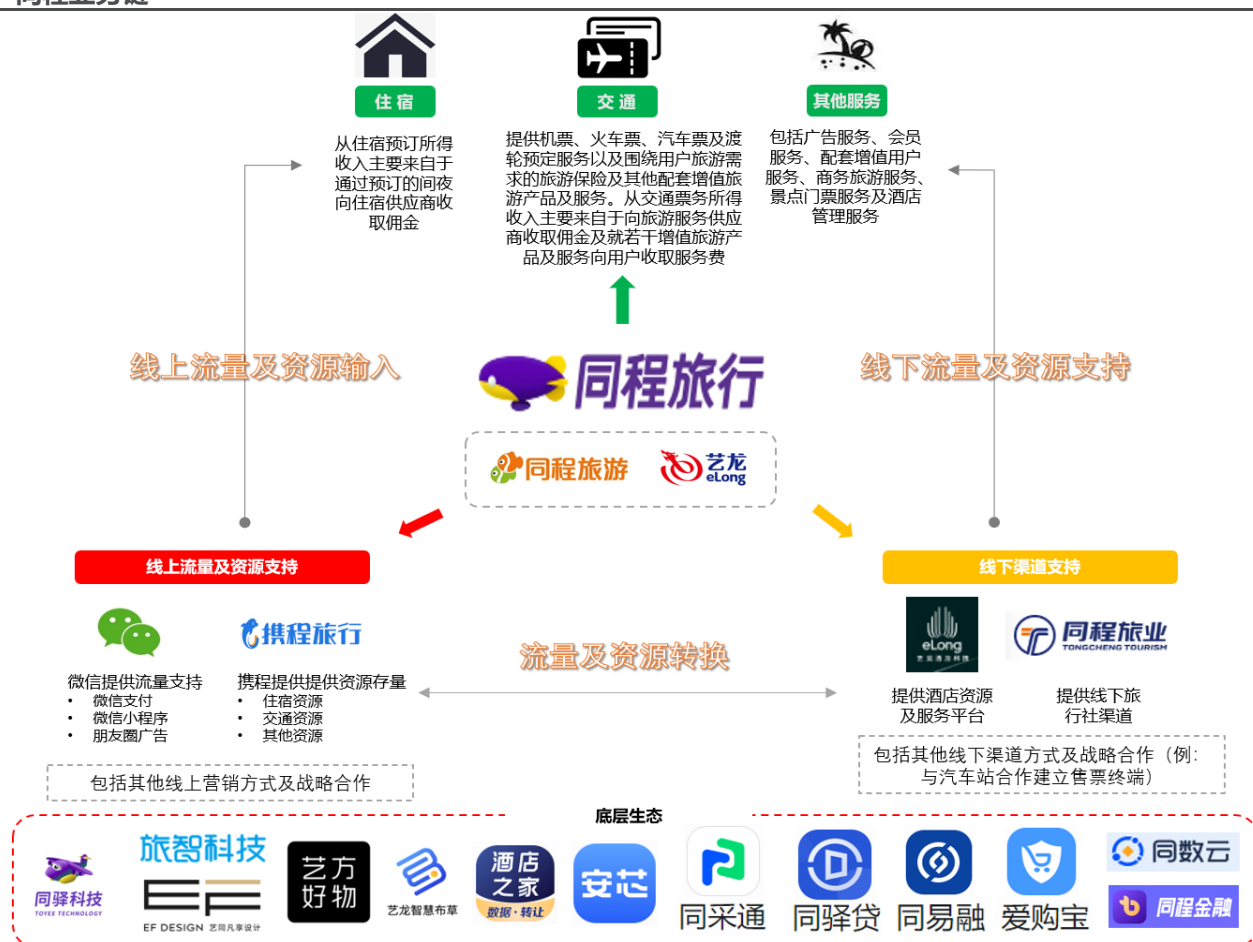
1.1 业务概况：下沉市场龙头，打造在线旅游生态版图

同程为中国在线旅游行业的市场领导者之一，提供全面的旅游产品及服务。同程提供几乎涵盖旅游所有方面的产品和服务选择，包括交通票务、住宿预订、景点门票服务及各种配套增值旅游产品及服务。

按照公司服务归类来看，主要分为住宿预订服务、交通票务服务及其他服务：

1) 住宿预订服务：同程提供大量多样化住宿供应，以满足用户的不同预算及爱好。公司从住宿预订所得收入主要来自于通过预订的间夜（出租的一夜房间）向住宿供应商收取佣金。同时，也可通过买断间夜存货（以固定价格买下住宿供应商指定的出租房间）赚取差额。**2) 交通票务服务：**公司提供机票、火车票、汽车票及渡轮预定服务以及围绕用户旅游需求的旅游保险及其他配套增值旅游产品及服务。从交通票务所得收入主要来自于向旅游服务供应商收取佣金及就若干增值旅游产品及服务向用户收取服务费。**3) 其他服务：**主要包括广告服务、会员服务、配套增值用户服务、商务旅游服务、景点门票服务及酒店管理服务。

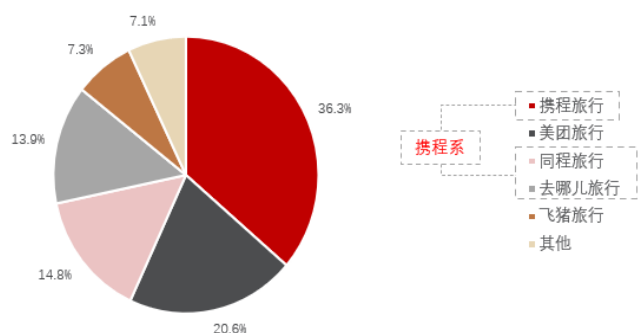
图1：同程业务链



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

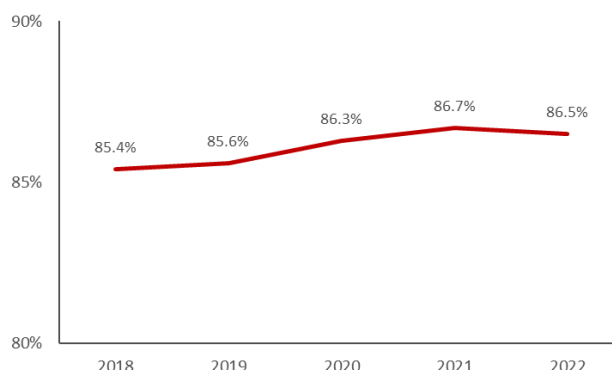
同程定位于下沉市场，处于行业前三的领先地位。2021 年同程占在线旅游市场的份额为 14.8%，排名第三，位于携程及美团之后，与携程、去哪儿作为携程系占行业超一半份额。其中，同程定位于下沉市场，错开携程主攻的一二线高线市场，寻求差异化发展，发力于下沉市场的商旅、短途游、周边游等旅游板块。

图2：2021 年中国在线旅游市场格局（GMV）



资料来源：Fastdata，民生证券研究院

图3：2018-2022 同程非一线城市用户占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 发展历程：合并整合优势，提高竞争地位

同程旅行由同程艺龙更名而来，顾名思义，公司是由同程及艺龙两大在线旅游公司合并而来，通过合并，整合了同程的交通业务优势及艺龙的酒店业务优势，强化了市场竞争地位。我们把同程旅行的发展历程分为整合前后 2 个阶段：

1) 并行发展阶段：

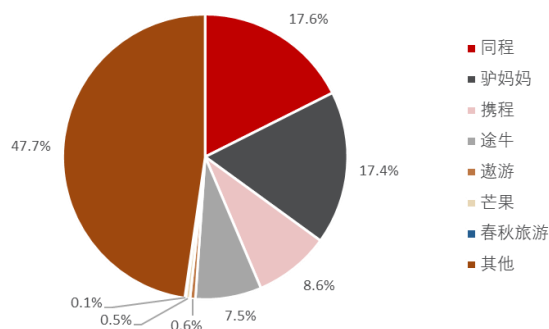
同程：

创立初始摸索定位（2002-2008）： 2002 年团队成立，2003 年 7 月 28 日正式推出了同程 B2B 旅游交易平台。2004 年 2 月 6 日，公司正式创立。2006 年 12 月，同程旅行 CEO 吴志祥代表公司参加 CCTV “赢在中国” 创业大赛并荣膺五强，得到了软银赛富、IDG、今日资本等多家海内外风险投资商的青睐。2008 年同程获得苏州创投集团凯风创投两轮共 3500 万元风险投资，开始经营网上第三方酒店预订业务。

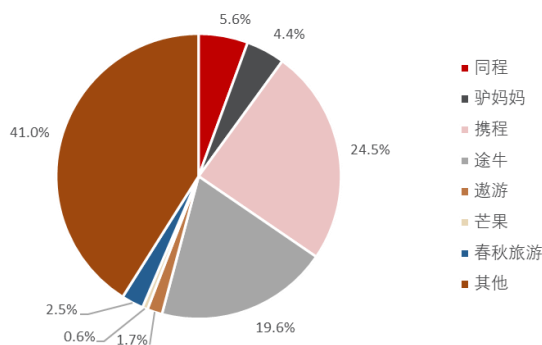
业务快速发展，进军行业头部（2009-2013）： 2009 年同程的酒店预订业务做到了第三方预定市场的 1%，成为行业第三名。2011 年，同程挖掘了景点门票在线销售业务。2013 年 “双程大战” 打响，同程与携程打起了价格战，同时同程获得腾讯等三家机构 5 亿元人民币融资。

开启合纵联衡，业务持续深化（2014-2017）： 2014 年，同程启用全新域名 LY.com，公司全面聚焦休闲旅游的新十年战略同时发布，公司正式从互联网公司转型到移动互联网公司。2014 年 4 月，艺龙和同程在北京举办名为 “艺起同行” 的发布会，预示着两家将联手协同双方优势业务，共同发展与携程进行竞争。但 4

月底，携程通过收购同程 30%的股权，终止了两家的联手战略，使携程不必面对联合体的竞争压力。2015 年，同程获得万达、腾讯、中信资本等超过 60 亿元人民币的风险投资，全年服务人次超 1 亿，启动区域落地战略和“大数据+人”战略，完成六大区域中心布局。2016 年，同程旅游拆分为同程网络和同程国际旅行社（集团）两大业务板块，分别聚焦旅游标品和非标品业务。

图4：2015 年中国在线度假周边游市场份额


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图5：2015 年中国在线度假国内游市场份额


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

艺龙：

初步成立，成功上市（1999-2007）：1995 年艺龙创立，刚开始，艺龙定位于城市生活服务；次年 4 月，艺龙并购百德勤及其电子商务网站，百德勤提供酒店预订、团队旅行和会议安排，彼时艺龙只将其作为一个部门业务存在。在 2001 年 5 月后发现酒店业务前景很好的情况下，艺龙开始发力酒店预订服务，并同步发展交通预订及其他服务。艺龙于 2003 年和 2004 年高速发展，并于 2004 年 10 月登陆纳斯达克，股票代码为“LONG”。

聚焦酒店业务（2008-2012）：艺龙上市成功后，却由于经营不利，面临营收逐年亏损，发展不利的境况。此后艺龙在业务上做减法，聚焦至酒店业务，砍掉度假业务和商旅业务，缩减机票业务，使酒店成为业务中心，主打中小酒店和二三线城市，避开正面战场。自此，从 2012 年开始，艺龙酒店收入连续增长。

腾讯及携程注入活力（2013-2017）：2011 年 5 月，腾讯控股便已向艺龙进行战略投资，成为艺龙第二大股东。同时，艺龙控股股东 Expedia 追加投资，继续坐稳大股东位置。此时，腾讯有 6.74 亿 QQ 活跃用户，能为艺龙持续注入用户活力。2015 年，携程创始人梁建章联合财团从 Expedia 手中买下全部艺龙股权。2016 年，艺龙私有化，同年成为微信钱包“酒店”入口的唯一运营商。

2) 合并壮大阶段（2017-至今）：2018 年同程及艺龙正式合并，成立同程艺龙公司，同年登陆港交所。在腾讯流量的加持下，同程旅行的经营业绩开始扶摇直上。2018-2021 年同程旅行的营收由 52.56 亿增长至 75.38 亿元。2021 年，同

程艺龙更名为同程旅行。2023 年同程旅行收购同程国旅，布局线下旅行社场景，补全平台产业链全景版图，为未来发展积蓄力量。

图6：同程旅行发展历程

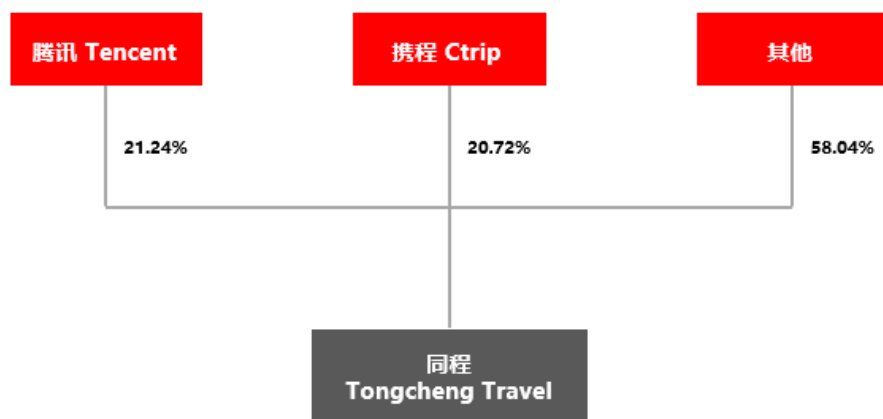


资料来源：公司公告，公司官网，网易财经网，网易科技网，新财富汇，百度百科，民生证券研究院

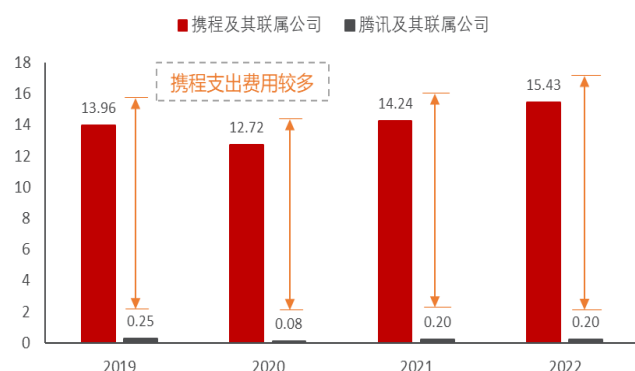
1.3 公司治理：股东充分赋能，管理层经验丰富

股东背景强大，携程业务优势提高竞争能力，腾讯流量优势助力发展。截至2023 年 Q1，携程共计持有股份比例占 20.72%，腾讯共计持有股份比例占 21.24%，双方持股比例皆超过 2 成。其中，携程与同程相互提供交通服务、景点票务服务及住宿预订服务等存量，使同程得以扩大提供的旅游产品及服务种类，整合与携程各自的资源从而增加市场份额。而腾讯为同程持续提供流量，通过微信小程序作为入口引入庞大的微信用户群体。

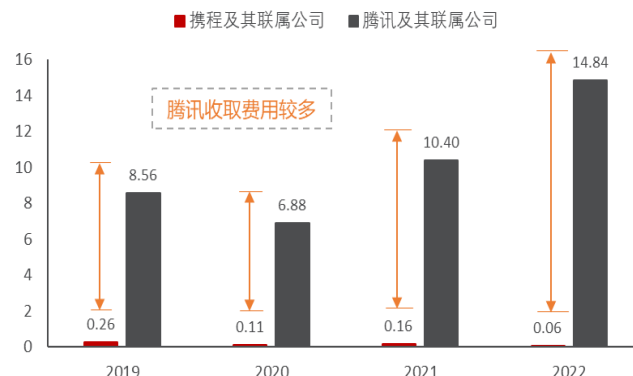
图7：同程股权结构图



资料来源：公司公告（注：截至 2023 年 Q1），民生证券研究院

图8：2019-2022 年收取自携程及腾讯的佣金及其他服务收入（亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2019-2022 年向携程及腾讯支付的佣金、结算及其他服务费（亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理层经验丰富，创始人仍处于管理一线。高层管理经验丰富，并有至少超过十余年的相关领域的任职经历，包括互联网、酒店、旅游及财务等领域。其中前同程网络的联合创始人吴志祥及前同程网络首席营销官马和平仍担任公司执行董事职位，持续贡献两人丰富的战略规划及营销能力。同时，携程联合创始人梁建章任职公司非执行董事，为公司出谋划策。除此之外，管理层有相当部分人员来自于合并前的艺龙及同程。高层强大的阵容体现了较强的管理能力，对公司的品牌信服力及风险应对能力都维持十足的稳定性，从而能够更放心的展望公司未来发展。

表1：部分高管情况

名称	职位	履历
吴志祥	执行董事	46岁，于2018年3月获委任为董事会联席董事长并于2018年6月获委任为执行董事。主要职责是为本集团提供整体战略规划及业务方向。其于电子商务及在线旅游平台业务方面具备17年经验，包括于2004年3月创办同程网络。
马和平	执行董事、首席执行官	45岁，于2018年6月获委任为执行董事。其自2018年4月起出任首席执行官，负责业务战略的实施及日常业务运营。马和平具有超过13年的互联网公司营销经验，包括于2006年1月-2018年3月出任同程网络首席营销官，负责基于互联网的在线及线下旅游业务以及同程分立前同程网络的机票、酒店和其他交通业务的推广及开发。
梁建章	非执行董事	53岁，于2018年3月获委任为董事会联席董事长及于2018年6月获委任为非执行董事。其是携程其中一名联合创始人及执行董事长，于2000-2006年及2013年3月-2016年11月出任携程首席执行官。
江浩	非执行董事	50岁，于2018年4月-2019年3月担任本公司董事会副董事长，于2018年4月-2019年3月出任本公司总裁，于2018年6月-2019年3月担任执行董事，并于2019年3月调任非执行董事。江浩在领导互联网公司方面拥有超过18年经验，包括于1999年-2015年担任携程的高级副总裁。
谢晴华	非执行董事	45岁，于2023年4月获委任为非执行董事。其于2003年12月加入腾讯，现任腾讯副总裁。自2022年4月起担任易鑫集团有限公司的非执行董事，亦自2023年4月起担任虎牙直播的董事及薪酬委员会主席。
范磊	首席财务官	41岁，于2018年3月获委任为本集团首席财务官，负责整体财务管理。其于2016年9月-2018年3月出任本公司财务副总裁，于2013年4月-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。加入本集团前，范磊于2010年3月-2013年4月先后出任联想集团有限公司的财务经理及高级财务经理。
徐建中	高级副总裁	36岁，于2019年1月获委任为本集团高级副总裁，负责本集团出行业务。其于2010年7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、副总裁及出行事业群负责人。
余沛	副总裁	40岁，于2018年3月获委任为本集团副总裁，负责本集团的整体研发活动。2012年2月-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。
白志伟	副总裁	46岁，于2018年3月获委任为本集团副总裁，负责集团的营销及业务发展。2014年6月-2018年3月，其担任艺龙开曼的副总裁，于2010年12月-2014年6月担任艺龙开曼销售支援部门的高级总监及业务发展副总裁，并于2008年2月-2010年12月出任区域高级总监，负责艺龙开曼的战略客户。

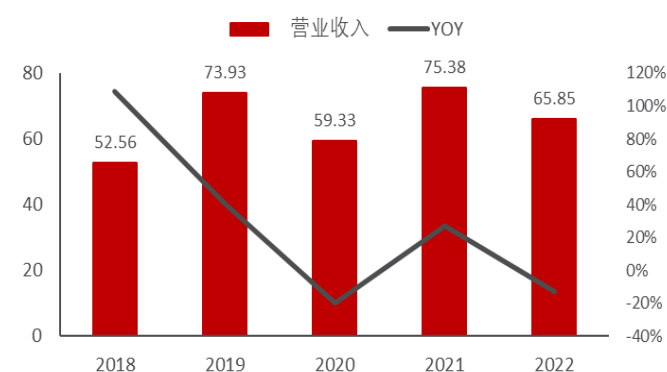
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 经营状况：疫后复苏强劲，业务结构趋于多元

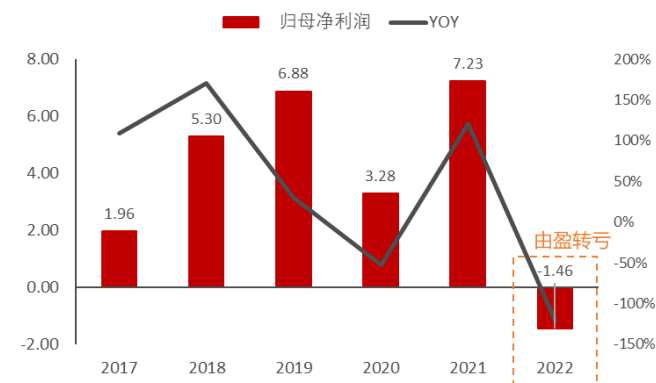
22年业绩受疫情影响较大，随着大环境复苏有望23年实现恢复。2022年公司实现营收65.85亿元，较上年同比-12.64%；归母净利润实现-1.46亿元，较上年同比-120.18%；归母净利率达-2.22%，较上年同期-11.81pct。业绩下降原因主要系新冠疫情反弹，导致交通需求下降。但尽管如此，经调整净利润仍达6.46亿元，较上年同比-50.6%；经调整利润率达9.8%，较上年同期-7.6pct，公司成功抓住市场机遇，全年保持盈利。

23年Q1营收25.86亿元，较上年同比+50.5%，恢复至19年的145%；期

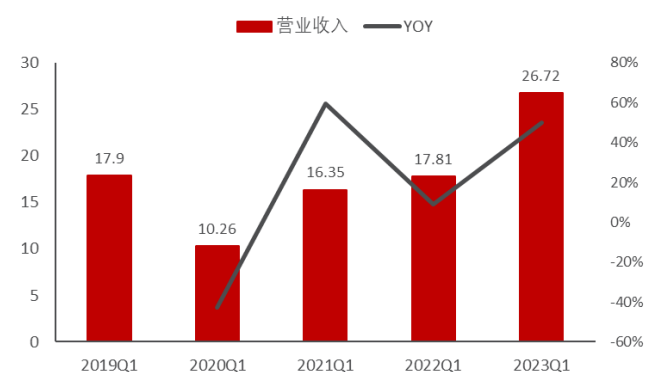
内经调整 EBITDA 实现 7.32 亿元, 较上年同比+67.0%, 恢复至 19 年的 119%; 期内经调整利润达 5.04 亿元, 较上年同比+105.6%, 恢复至 19 年的 112%。23 年 Q1 业绩恢复强劲, 主要原因包括旅游市场的复苏、公司有效的获客策略、以用户为中心的产品及服务, 以及出色的运营能力。根据国家信息统计显示, 2023 年 Q1 国内旅游总人次 12.16 亿, 同比+46.5%; 全国民航完成旅客运输量 1.3 亿人次, 同比+68.9%; 全国公路客运量为 9.7865 亿人次, 同比+1.0%; 全国水路客运量为 5118 万人次, 同比+93.3%。交通需求迅速回升, 五一假期更是迎来了旅游高峰, 市场大环境逐步复苏, 公司 2023 年业绩有望实现强劲恢复。

图10: 2018-2022 年同程营业收入 (亿元) 及其 yoy


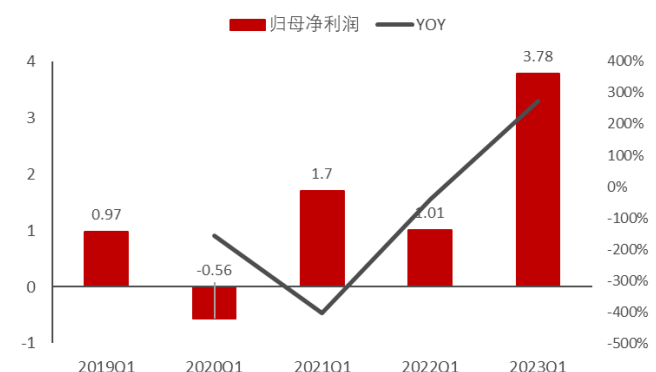
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图11: 2018-2022 年同程归母净利润 (亿元) 及其 yoy


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图12: 2019Q1-2023Q1 营业收入 (亿元) 及其 yoy


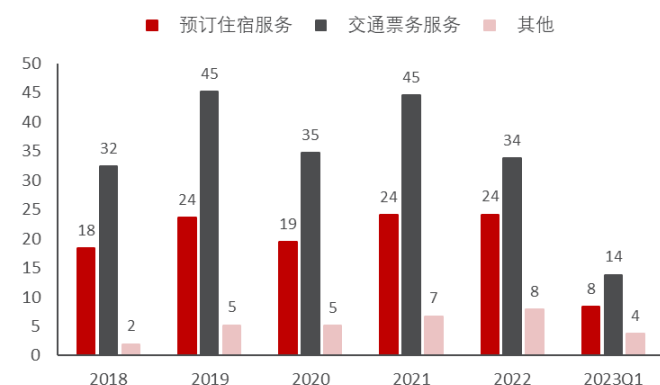
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2019Q1-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及其 yoy


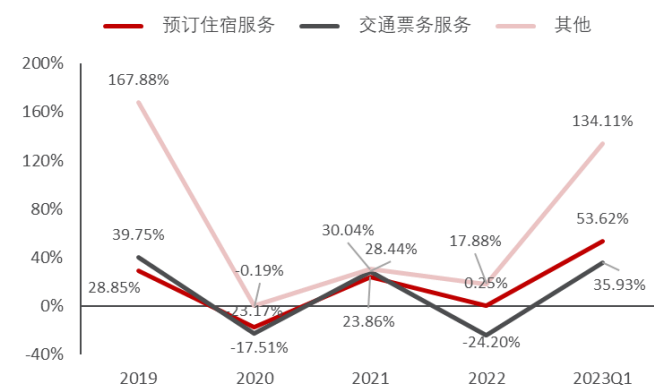
资料来源: wind, 民生证券研究院

住宿预订保持稳定增长, 其他业务提供增量。分业务来看, 2022 年公司实现住宿预订服务营收 24.15 亿元, 同比+0.25%; 实现交通票务服务营收 33.79 亿元, 同比-24.20%; 实现其他营收 7.91 亿元, 同比+17.87%; 其中, 其他收入业务包括广告服务、会员服务、配套增值用户服务、商务旅游服务、景点门票服务及酒店管理服务, 增长原因主要是会员服务及广告服务的收入增长, 意味着公司在会员体系的搭建及广告内容模式的重视初显成效。而 23 年 Q1 各项业务皆取得显著

成果，公司实现住宿预订服务营收 8.34 亿元，较上年同比+53.62%；实现交通票务服务营收 13.83 亿元，较上年同比+35.93%；实现其他服务营收 3.69 亿元，较上年同比+134.11%。其中，交通票务服务增长主要是由于票务总量创历史新高，机票票量相比 2019 年同期增长超过 35%；其他业务的高增长可见公司对于第二增长曲线的探索及拓展，更侧重于服务+内容的增量市场。

图14：2018-2023Q1 年同程分业务营业收入（亿元）


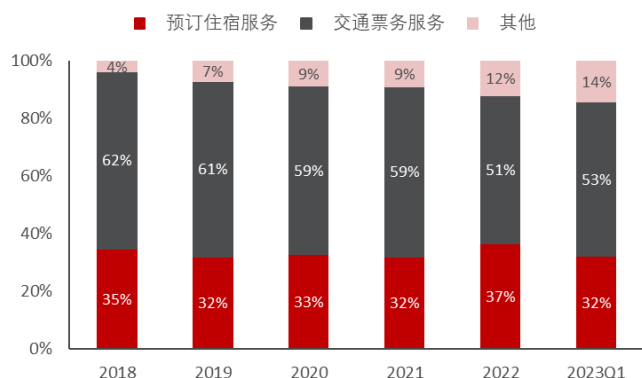
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2019-2023Q1 年同程分业务营收增速


资料来源：wind，民生证券研究院

业务矩阵逐渐成熟，营收构成日趋多元。分业务营收占比来看，2022 年公司预订住宿服务营收占比为 36.67%，较上年同期+4.71pct；交通票务服务占比为 51.32%，较上年同期-7.82pct；其他服务占比为 12.01%，较上年同期+3.11pct。整体业务矩阵早期过度依赖于交通票务服务，合并后业务进行整合，发展至今多项服务协同发展，产品矩阵逐渐完善，营收构成日趋多元。而 23 年 Q1 住宿服务营收占比达 32.26%，较上年同期+0.65pct；交通票务服务营收占比达 53.47%，较上年同期-5.74pct；其他服务占比达 14.28%，较上年同期+5.1pct，总体趋势保持一致。其中，其他收入占比逐步提高，即使疫情期间也保持增长趋势，目前同程重视商旅业务投入，早年成立了 TMC 平台同程商旅公司，同程商旅成立于 2003 年，是企业一站式服务平台，整合差旅、费控、OA 系统、支付、报销于一体，致力于协助企业消费合规透明、降本增效。在现今企业差旅费用高企，重视降本增效的现况下，同程商旅抓住机会，合作企业广泛，商旅服务收入未来有望成为新增量，从而推动其他收入业务占比逐步提高。

图16: 2018-2023Q1 年同程分业务营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

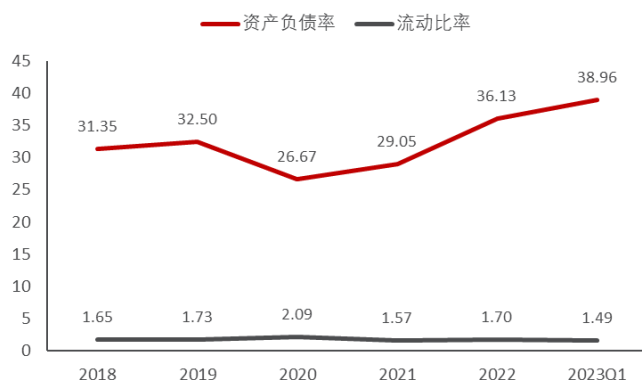
图17: 同程商旅服务案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

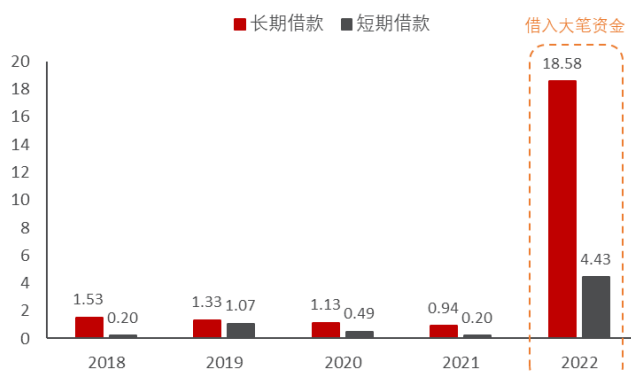
轻资产运营模式精确，流动性保持稳定。2022 年同程资产负债率为 36.13%，同比+7.08pct；流动比率为 1.70，较上年同期+0.13pct。变动原因主要由于同程于 2022 年借入大笔资金，其中长期借款较去年增加 17.64 亿元至 18.58 亿元，短期借款较去年增加 4.24 亿元至 4.43 亿元。除今年之外，同程资产负债率基本保持在 30%左右，流动比率基本保持在 1.5-2.0 区间，即使增加大笔借款，其资产负债率及流动比率仍较低，可见同程贯彻轻资产模式运营战略，保持流动性。2022 年大笔借款的目的是做好应对疫情、抵御风险的准备，而从 23 年 Q1 恢复良好的情况下来看，同程有充足的现金流进行未来规划，可以期待后续同程的战略指引。

图18: 2018-2023Q1 年同程资产负债率 (%) 及流动比率



资料来源：wind，民生证券研究院

图19: 2018-2022 同程长期借款及短期借款 (亿元)

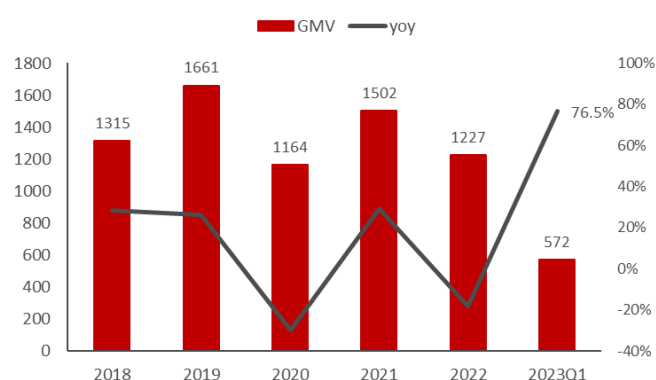


资料来源：wind，民生证券研究院

疫情不改用户基本盘增长韧性，23 年恢复势头强劲。2022 年同程实现 GMV 近 1227 亿元，较上年同比-18.3%；MAU 平均月活跃用户数达 2.34 亿人，较上年同比-8.99%，2017 年-2022 年 CAGR 为 11.57%；MPU 平均月付费用户数达 0.3 亿人，较上年-5.11%，2017 年-2022 年 CAGR 为 11.33%。可见，同程用户

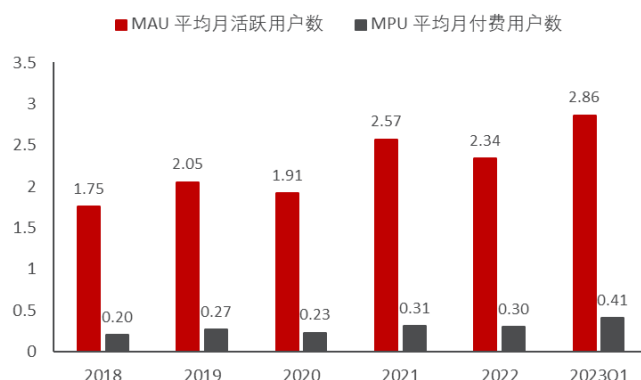
基本盘整体增长韧性较强，即使受到疫情影响，仍然保持稳定，这与公司优秀的获客策略密不可分。根据 2023 年 Q1 数据，公司 GMV 达 572 亿元，较上年同比 +76.5%；MAU 平均月活跃用户数达 2.86 亿人，较上年同比+16.9%；MPU 平均月付费用户数达 0.41 亿元，较上年同比+30.6%。随着旅游市场逐步复苏，业务量大幅提升，公司抓住机会，持续探索多元化的线上及线下流量渠道，线下渠道方式包括与酒店合作，通过二维码扫描引流方式和挖掘汽车、地铁及市内公交等出行场景的方式，推动用户规模持续恢复，其中线下获客举措贡献了约 15%的平均月付费用户。

图20：2018-2023Q1 年同程 GMV(亿元)及其 yoy



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：2018-2023Q1 年同程 MAU 及 MPU (亿人)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 在线旅游：行业稳中有增，格局或仍存变数

2.1 行业概况：行业步入整合发展阶段，疫后高弹性修复进行时

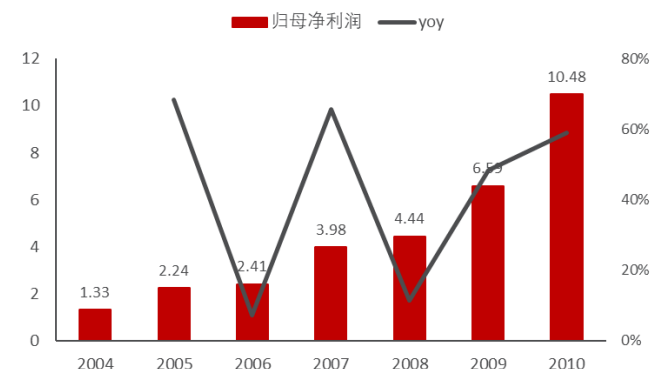
在线旅游（即 OTA，全称为 Online Travel Agency）定义为依托互联网来满足消费者旅游信息查询/咨询、旅游产品或服务预订、旅游攻略交流等内容的产业，与过去主要依托旅行社等线下渠道产生上述交互和业务落地形成区别。在线旅游行业的发展历程可分为三个阶段：

1) 起步阶段 (1996-2004)：1997 年全球兴起互联网投资浪潮，国内也步入互联网发展关键时期，华夏旅游网、青旅在线相继成立。同时，1998 年腾讯（未来主要的流量入口）成立及 1999 年阿里（未来最大的在线商城）成立标志着国内互联网产业的雏形正在形成。1999 年艺龙及携程成立，艺龙在美国成立，定位为城市生活资讯网站；而携程则是通过电子商务和呼叫中心结合的方式，提供机票+酒店服务。随后 OTA 企业通过收购的方式拓展自身业务和市场，艺龙收购百德勤正式进军酒旅市场，携程则收购北京现代运通订房中心和北京海岸航空服务有限公司，对产业链进行渗透。在进一步摸索出自身的发展路径后，2003 年携程于纳斯达克上市，2004 年艺龙上市。

2) 高速成长阶段 (2004-2009)：2004 年同程成立，起初提供旅游行业 B2B 服务，随后重点聚焦下沉市场酒店预订业务；同年穷游网成立，提供高质量低价旅游攻略，用户群体主要以学生及工薪阶层为代表的追求低价的人群。2005 年去哪儿网成立，定位于旅游搜索引擎聚合平台，提供旅游产品价格查询和价格比较服务，同时切入机票+酒店业务，与携程展开竞争。2006 年途牛成立，提供旅游线路和自助一站式旅游服务；同年马蜂窝成立，定位于 UGC 平台，打造优质的游记攻略，实现用户交流，核心优势在于“内容+交易”。2008 年驴妈妈成立，专攻于景区门票预订业务。各 OTA 通过切入不同的细分行业，明确定位助力自身发展，行业步入百家争鸣阶段。

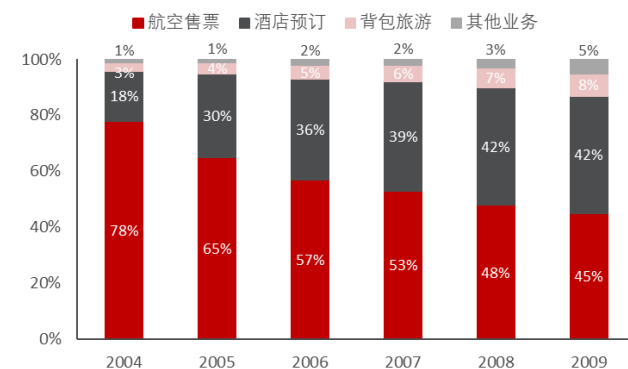
以携程为例，携程 2004-2009 年 CAGR 达 30.55%，保持高速增长，6 年来航空售票业务的占比快速下降，同时酒店预订占比提升显著，背包旅游占比则缓慢提升，可见携程对各项业务全面布局，以应对行业内各 OTA 平台的竞争。

图22：2004-2009 年携程归母净利润(亿元)及其 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

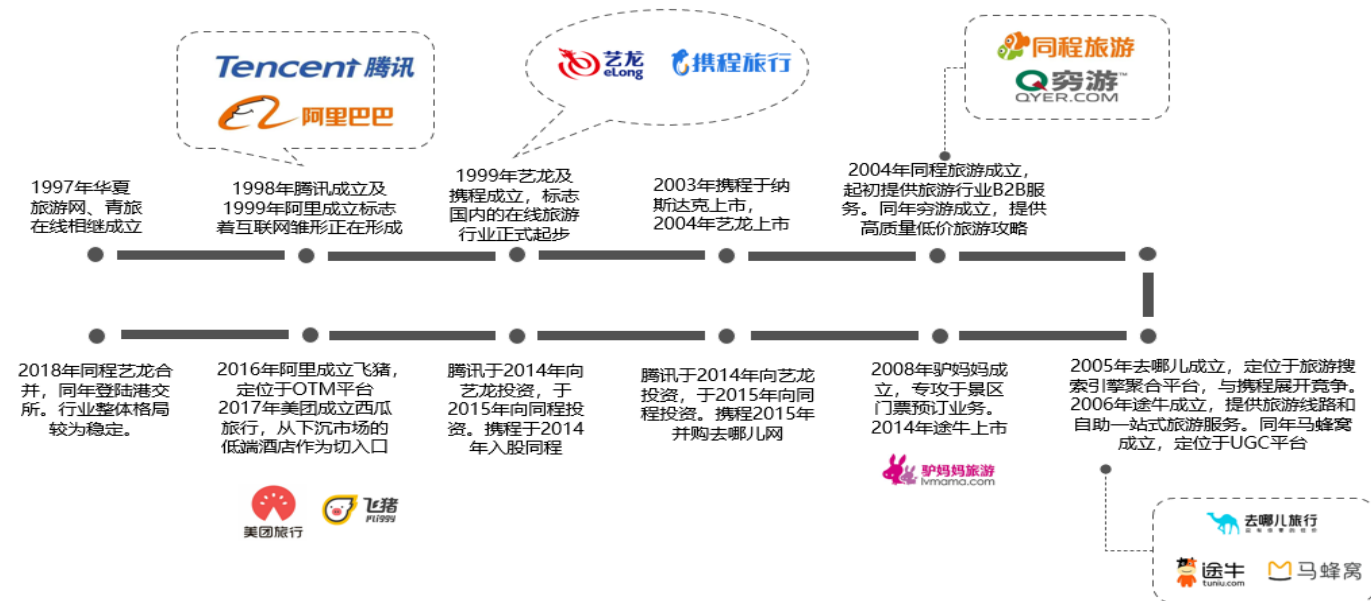
图23：2004-2009 年携程分业务营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

3) 行业整合阶段 (2010-至今)：2012 年各大 OTA 争相进行竞争，为了争夺市场份额掀起了价格战。2014 年途牛上市。随后各大互联网巨头入局，腾讯于 2014 年向艺龙投资，于 2015 年向同程投资。2016 年阿里成立飞猪，借用阿里大数据平台，定位于 OTM 模式，以实现供应商与用户的直接对接。2017 年美团成立西瓜旅行，从下沉市场的低端酒店作为切入口。2018 年同程艺龙合并，同年登陆港交所。携程则开始了收购步伐，于 2014 年入股同程，并于 2015 年并购去哪儿网，合并去哪儿网的形式为百度出售去哪儿股份并控股携程，最终百度拥有携程超过 10% 的股权。行业不断整合出清，集中度进一步提升，形成了以携程系为主的竞争格局。

图24：中国在线旅游行业发展历程



资料来源：文彬帮，雪球，百度知道，环球网，民生证券研究院

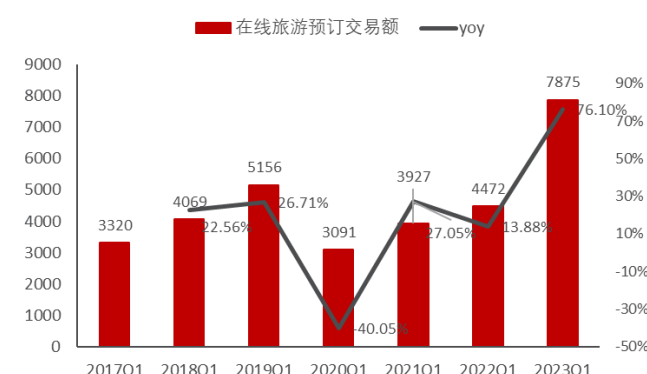
行业规模持续增长，但疫情有所影响，疫后恢复趋势强劲。根据 Fastdata 数据显示，2015 年-2021 年 CAGR 为 7.26%，总体为增长态势，由于疫情影响有所减缓。而根据 fastdata 最新数据显示，2023 年 Q1 在线旅游预订交易额达 7875 亿元，较上年同比+76.10%，同比 19 年同期+52.73%，恢复趋势强劲且超出预期，整体来看，23 年的行业交易额有望完全恢复并实现较疫情前同期的增长，若经济大环境向好，可期待恢复至稳定增长趋势。

图25：2015-2021 年在线旅游交易额(万亿)及其 yoy



资料来源：Fastdata，民生证券研究院

图26：2017Q1-2023Q1 在线旅游预订交易额(亿元)及其 yoy



资料来源：Fastdata，民生证券研究院

2.2 产业链剖析：各链端皆有变革，蕴含行业发展新机

发展至现今，在线旅游行业也有了其成熟且复杂的产业链逻辑，**上游包括住宿、交通、景点及其他资源供应商，中游包括 OTA 平台及相关代理商，下游则是庞大的用户消费群体。**产业链成熟且联系紧密，形成了如今格局较为稳定的局面，但行业仍在发展中，各个链端仍有变数，包括上游端住宿连锁化率逐渐提升、度假市场占比提升；中游端内容平台入局将会影响行业格局；下游端“Z 世代”及“银发世代”等新兴客群影响力逐步提高等。

图27：在线旅游产业链

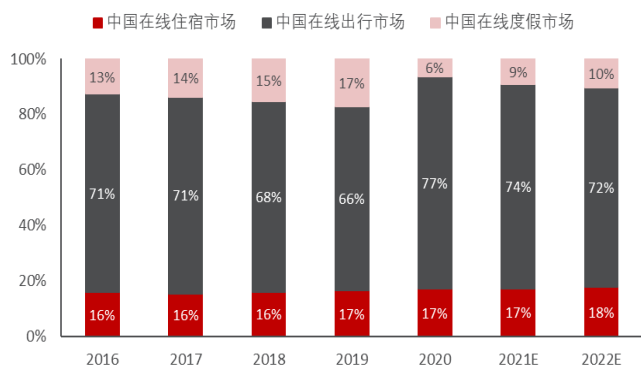


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2.2.1 上游：住宿及度假市场占比提升，行业格局持续变动

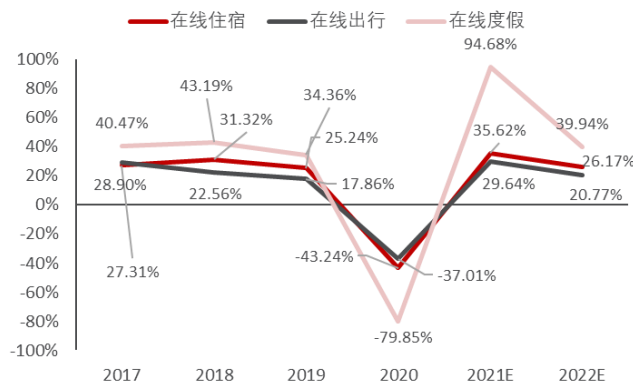
上游拥有丰富的供应商种类，包括住宿、交通、景点及其他资源（保险、金融服务等）。其中，大部分资源来自于住宿、交通及景区，且**疫情前呈现出的趋势是住宿及度假市场的比重持续提升，其中度假市场增速最大**。增速呈现下滑趋势可能由于交通方式较为固定，无增长驱动因素，而住宿及度假的需求由于产业升级且居民收入提升，品质化需求释放进而带动发展，增速保持稳定甚至有所提升。

图28: 2016 年-2022E 中国在线住宿、出行及度假市场占比



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图29：2017-2022E 中国在线住宿、出行及度假市场营收增速对比

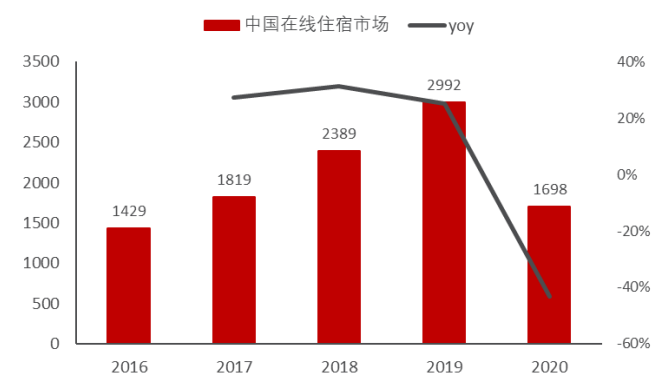


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

1) 在线住宿市场:

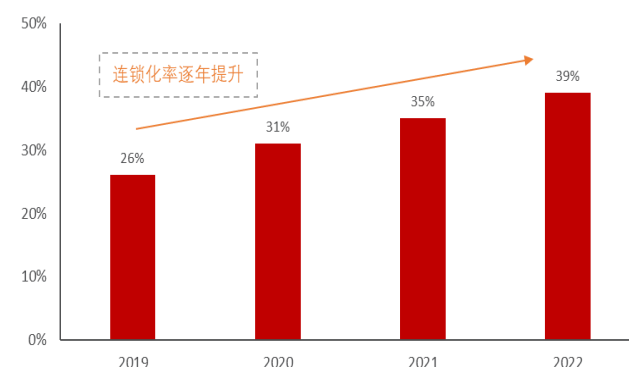
在线住宿市场交易规模保持增长态势,疫前 2016-2019 年 CAGR 为 20.29%,保持稳定增速。疫情期间有所影响,导致规模有所下降,但随着疫情封控逐步解除,预计规模也将逐步恢复。除此之外,国内的酒店连锁化率较低,使 OTA 的议价能力相对较强,随着连锁化率的逐步提升,酒店集团的市占率将进一步提高,而酒店集团本身拥有占比较高的直销渠道,因此 OTA 于行业整体的议价能力或将减弱,但在 OTA 平台逐渐渗透上游、进行相关投资并且加深酒店间合作的过程中,叠加 OTA 平台带有的流量优势及品类优势,预计议价能力将逐渐趋于稳定。

图30: 2016-2020 年中国在线住宿市场交易规模 (亿元) 及其 yoy



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

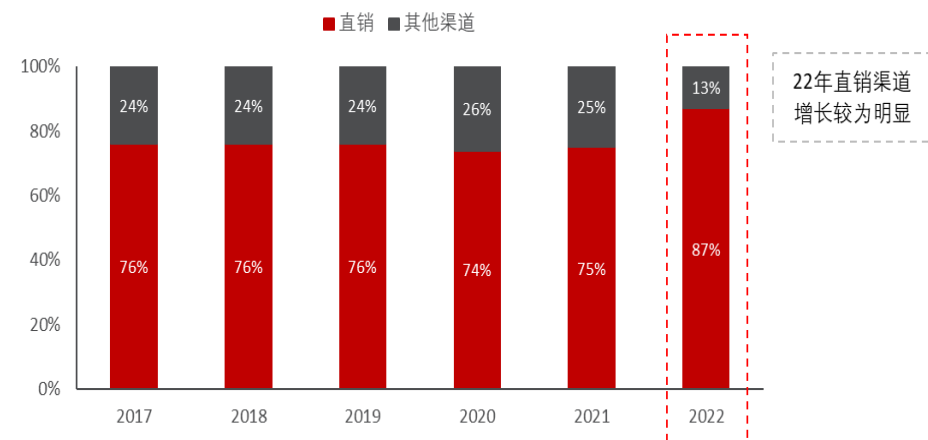
图31: 2019-2022 年中国酒店连锁化率



资料来源: 中国饭店协会, 民生证券研究院

酒店集团直销渠道占比较高,对 OTA 平台的议价能力更强。市场的供应商可分为单体酒店、酒店集团及民宿。单体酒店及民宿在行业中较为分散,对于 OTA 平台的依赖度较高,因而 OTA 的议价能力较强。而酒店集团自身拥有连锁酒店,连锁化及标准化高,拥有自身的会员体系,更倾向于打造直销渠道,因此自身议价能力更强,OTA 对酒店集团的议价能力较弱。以华住集团为例,2022 年华住系酒店约 87% 的间夜通过直销出售,剩下 13% 由中介渠道销售,对 OTA 依赖度较小,但单一酒店集团自身产品品类有限,同时直销 APP 的客群范围较为局限,而 OTA 平台具备由于品类丰富形成的流量基本盘优势,酒店集团仍一定程度上需要 OTA 平台作为其获客的渠道。

图32：2017-2022 年华住系酒店直销及分销占比



资料来源：华住公司公告，民生证券研究院

表2：在线住宿市场细分品类特点

名称	特点
酒店集团	1.连锁发展 2.标准化产品及服务 3.会员体系完善
单体酒店	1.单体发展 2.产品服务相对更个性化 3.会员体系发展可依赖在线旅游平台会员联盟
民宿	1.房源覆盖广，种类多，选择丰富 2.性价比高，个性化体验感强

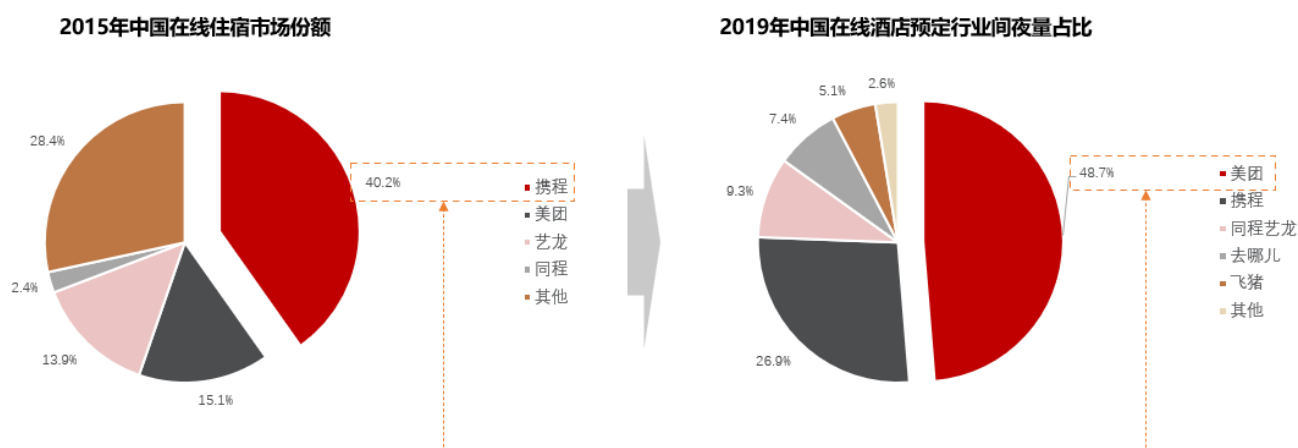
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

美团后发先至，在线住宿格局暂时成型，但仍有变数，短视频内容渠道入局或引发新变。2015 年中国在线住宿市场份额由携程占据大头，占比为 40.2%。美团以 15.1% 的份额紧随其后，但差距仍较大。随后美团于 2019 年实现反超，于在线酒店预订行业间夜量中占比达到 48.7%，超过携程的 26.9%，牢牢占据了榜首的地位。而根据空间秘探最新数据显示，2022 年下半年中国在线酒店预订行业订单中美团占比约 52%，始终保持领先地位、携程+去哪儿占 31.6%、同程占 9.5%、飞猪则占 4.8%。

携程主守高端酒店市场，同程主抓下沉市场，美团则通过利用自身本地生活属性，引导用户流量至其酒旅板块，从低星级酒店入手，不断蚕食市场份额，最终实现反超，并且开始逐步渗透高端酒店领域，由于三家 OTA 龙头自身都具备较为清晰的客群定位和业务逻辑，在线酒旅市场格局暂时处于相对稳定的状态。但抖音等内容平台的入局，由于其内容主导的商业模式，平台能够引导自身强粘性的用户流量至其酒旅板块，通过流媒体内容实现对酒旅信息更加丰富的传递，并依托视频内容更强的感官刺激，驱动顾客消费，形成了独特的商业模式，从而对现有格局产生

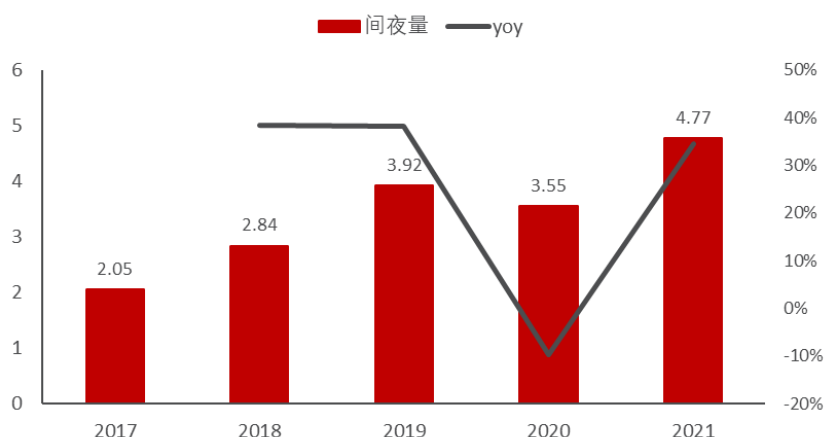
冲击；尤其是抖音具有的“内容种草+电商”属性更容易为其提供助力。各大 OTA 平台的竞争，能使得住宿供应商拥有更多的渠道选择和更加具有经济效益的佣金率，同时内容平台的入场有助于推动酒店更加注重内容创新对于用户的吸引力，由此进行更多产品内容上的打造及延伸，进一步推动行业发展。

图33：2015 年-2019 年住宿市场格局变化



资料来源：trustdata，艾瑞咨询，民生证券研究院

图34：2017-2021 年美团酒店间夜量（亿）及其 yoy



资料来源：美团公司公告，民生证券研究院

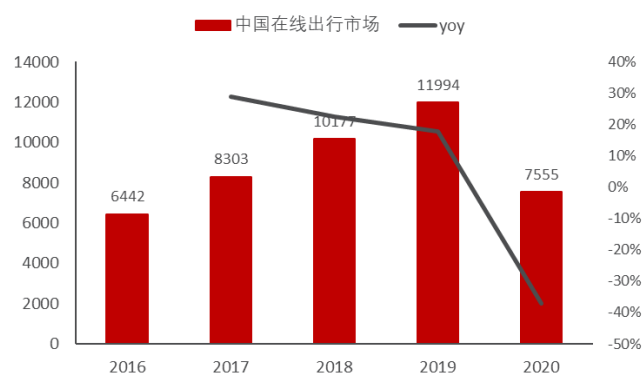
2) 在线交通市场：

在线交通市场规模持续增加，疫前表现较为稳定，2016-2019 年 CAGR 为 16.81%，虽行业基本步入成熟阶段，增长率有所下滑，且由于疫情影响致规模下降，但根据国家发展和改革委员会数据显示，2023 年 Q1 全国铁路完成旅客客运量 7.53 亿人次/同比+66.0%、民航旅客运输量 1.3 亿人次/同比+68.9%、全国公

路客运量为 9.8 亿人次/同比+1.0%、全国水路客运量为 0.5 亿人次/同比+93.3%，疫后表现复苏良好。

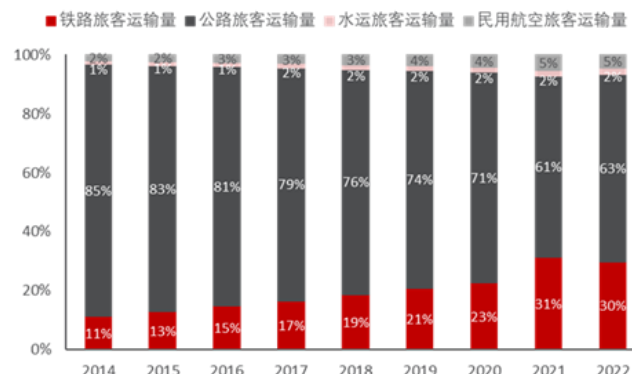
汽车票及船票可增长空间较大。分交通形式来看，在线交通市场可分为机票、火车票、汽车票及船票。根据艾瑞咨询数据显示，2021 年在线机票市场营收占 53%/在线化率为 89%、火车票营收占 43%/在线化率为 80%、汽车票营收占 4%/在线化率为 8%及船票营收占 0.2%/在线化率为 12%。可以见得，**机票及火车票营收占据大头，且在线化率程度较高。**虽然航空客运量及铁路客运量增长趋势较好，公路客运量占比逐年下降，水运客运量变化不大，但汽车票及船票市场在线化率低，可增长空间较大。

图35：2016-2020 年在线出行市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

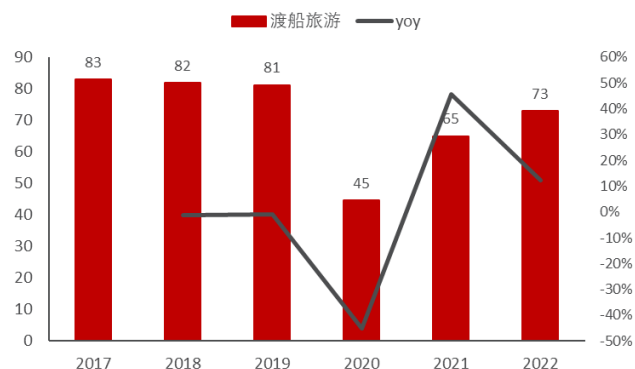
图36：2014-2022 年分交通形式客运量占比



资料来源：wind，民生证券研究院

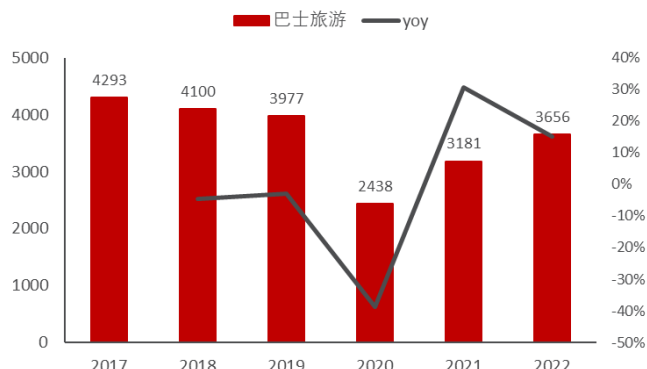
根据 statista 数据显示，2020 年我国互联网渗透率达 75.6%，世界互联网渗透率达 62.5%，我国超出世界平均水平 13.1pct。2022 年世界巴士票在线化率达 54.375%，而 2021 年我国汽车票在线化率仅为 8%左右。根据 Euromonitor 数据显示，**2019 年我国巴士旅游市场规模达 3977 亿元，我们粗略测算，不考虑未来增长，若在线化率达 54%，则在线巴士票市场拥有近 2148 亿元规模，**为方便计算，以 2019 年出行市场规模为基数，**2019 年中国在线汽车票市场营收仅为 480 亿元左右，单计算巴士一项汽车工具市场规模，市场空间便已相差 1668 亿元，增量空间巨大，不容小觑。**船票同样如此，仅看渡船票市场，在 54%在线率的情况下，2019 年在线渡船票市场可达 44 亿元，市场增量空间至少为近 20 亿元。在目前一二线城市客运站趋近集中且客运站量逐渐减少，三四线及以下城市客运站逐年增加的情况下，如何与客运站进行链接并且将巴士作为旅游产品中的一环，间接带动乡村发展，于下沉市场及农村建立用户品牌心智，成为 OTA 平台日后的运营关键。

图37: 2017-2022 年中国渡船旅游市场规模 (亿元)



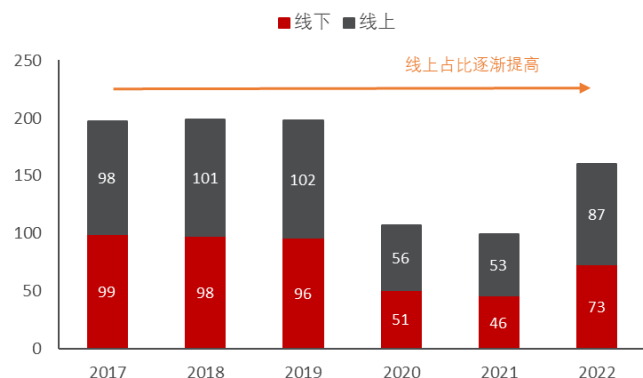
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图38: 2017-2022 年中国巴士旅游市场规模 (亿元)



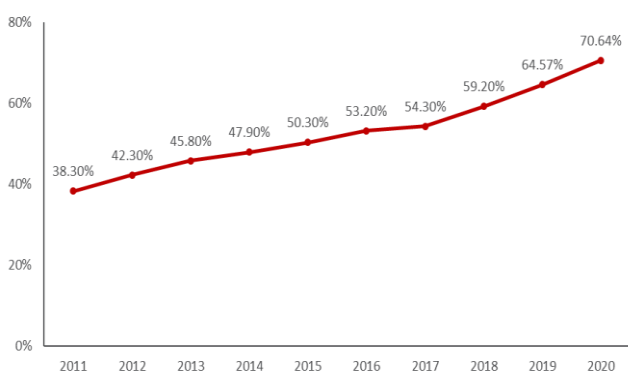
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图39: 2017-2022 年全球巴士票市场分线上线下营收 (亿美元)



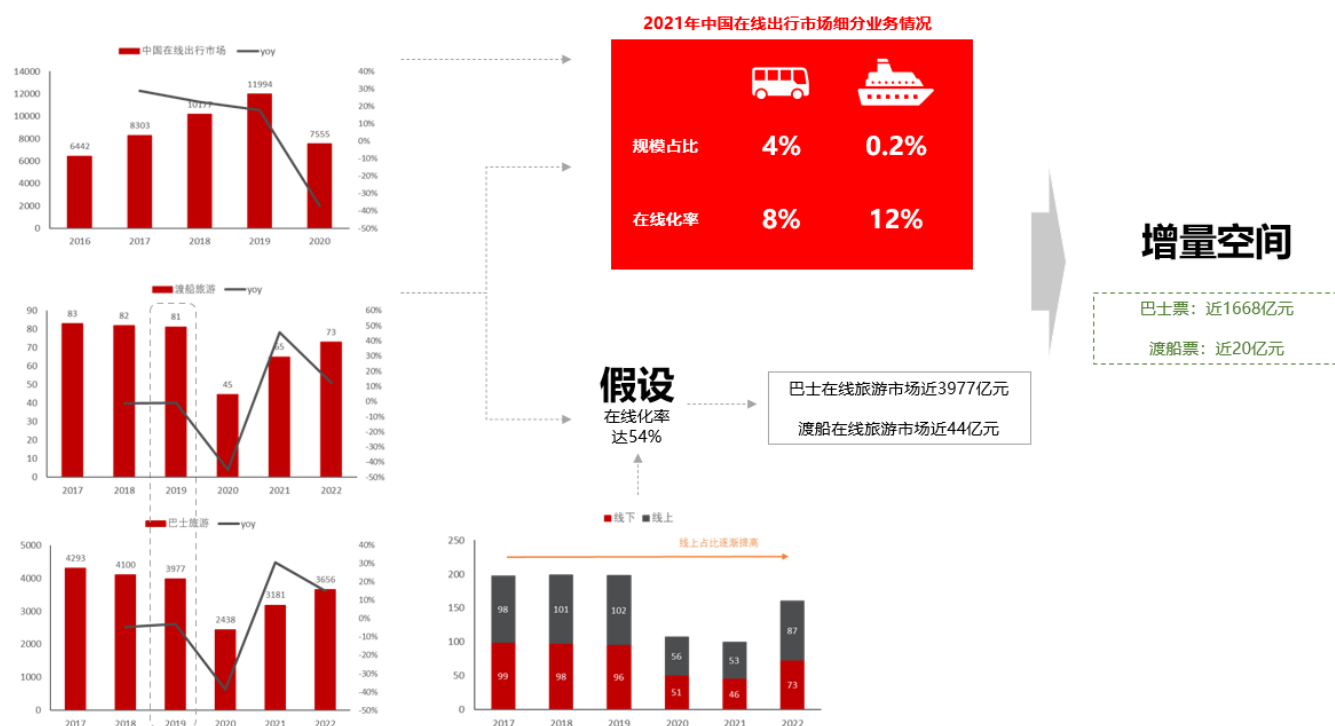
资料来源: statista, 民生证券研究院

图40: 2011-2020 年中国互联网渗透率



资料来源: statista, 民生证券研究院

图41：水路旅游及巴士旅游增量空间（亿元）

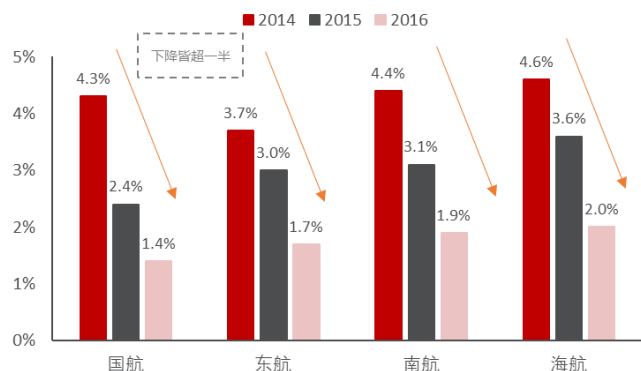


资料来源：艾瑞咨询，Euromonitor，statista，民生证券研究院

机票将不再是 OTA 平台最重要盈利来源，直销渠道比例的提升使其利润端承压。火车票拥有 12306 平台等标准化平台，OTA 难以对火车票市场产生较好的议价能力，而早前各航空公司直销比例不高，因此对 OTA 依赖程度较大，利润空间较厚。但随着 2015 年 5 月国资委提出“提直降代”的目标，要求 3 年内中国三大航空公司的直销机票比例提升至 50%，同时机票代理费在 2014 年的基础上下降 50%，使航空公司直销比例持续提升，代理费率压缩，致 OTA 平台于机票业务的利润空间减小。

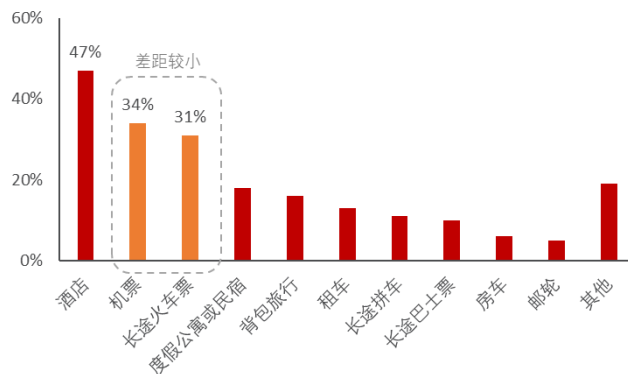
随着国家对高铁网络的布局逐步完善，航空业务整体收入空间也会有所影响，根据 statista 数据显示，2022 年我国机票产品预订比例为 34%，较火车票预订比例的 31% 相差仅为 3%，在铁路客运量持续较高增长、高铁网络布局完善的趋势下，火车票预订比例有望超过机票预订比例，机票空间有可能进一步缩减。因此目前虽然机票业务仍在 OTA 预订业务中占比较大，但战略上主要为平台引流，带动非机票业务的增长。

图42：2014-2016 年中国四大航空公司代理费率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

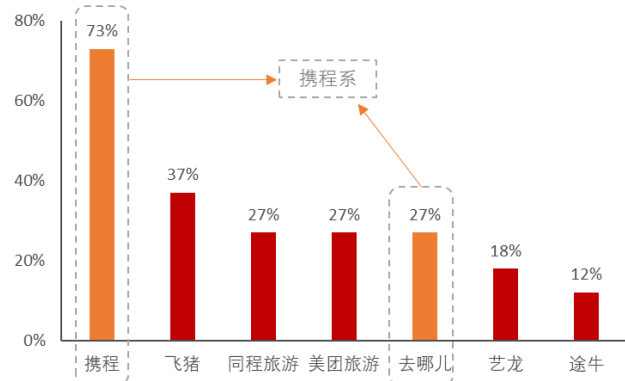
图43：2022 年中国在线旅游产品预订占比



资料来源：statista，民生证券研究院

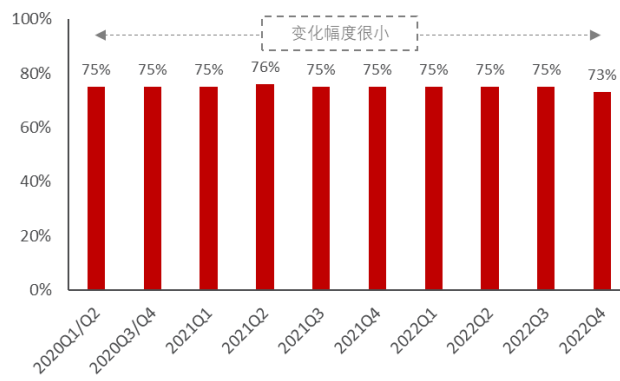
携程遥遥领先，以其先发优势独占鳌头。根据 statista 调查数据显示，在中国前十的在线机票预订平台的选择中，73%的人会选择使用携程，其次 37%的人会选择飞猪，可见携程在机票预订领域的领先性及重要性，且携程在 2020 年至 2022 年两年中的占比基本保持稳定不变。携程的高占比与其多年在行业深耕有关，其已打造了属于携程的品牌调性，建立了用户粘性，经过超二十年的经营已实现对全球超 200 个国家和地区的覆盖，酒店资源海外超 120 万家、国内超 75 万家。但行业仍有变局，在美团及抖音等平台的入局下，携程能否守住其建立的优势值得关注。

图44：中国前十大用户最常使用机票预订平台比例



资料来源：statista，民生证券研究院

图45：2020 年-2022 年分季度用户使用携程比例



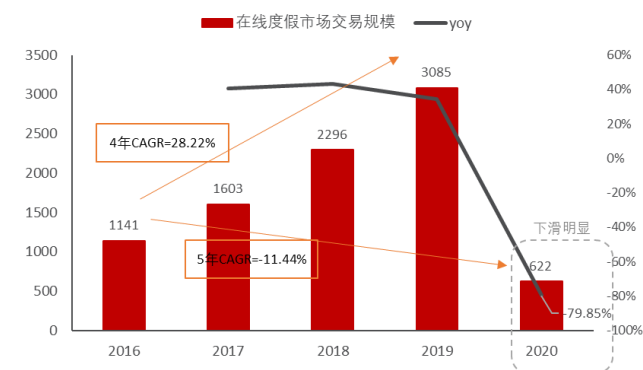
资料来源：statista，民生证券研究院

3) 在线度假市场：

在线旅游度假是指通过互联网、移动互联网及电话呼叫中心等方式为消费者提供旅游度假产品组合、门票及其他相关旅游产品和服务的行业。整体市场规模保持上升态势，疫情影响较大，是中国在线旅游市场板块下滑最为显著的细分板块。2016-2019 年 CAGR 为 28.22%，但 2016-2020 年 CAGR 为 -11.44%，较在线旅游其他板块下滑明显，足以说明疫情对于在线度假行业的影响之大。而 23 年复苏情况较好，住宿行业及交通行业复苏强劲，根据 trustdata 数据显示，23 年 Q1

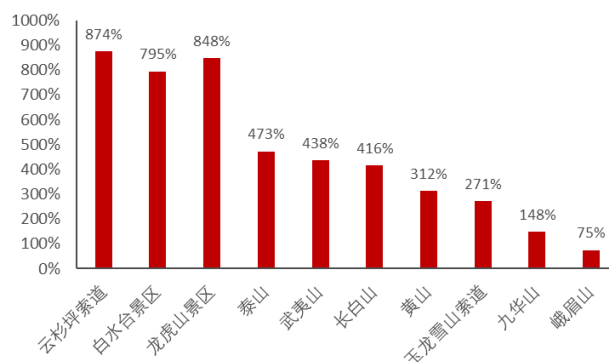
中国国内景区接待游客量大幅飙升，经营效益持续改善，23 年全年有望完全恢复至 19 年水平。

图46：2016-2020 年中国在线度假市场交易规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

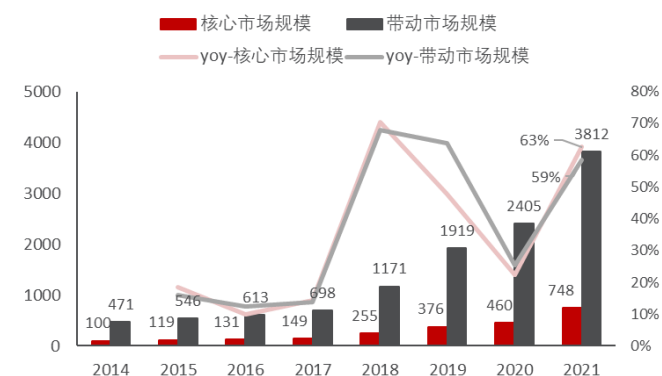
图47：2023 年 Q1 部分景区接待游客数同比增长



资料来源：Fastdata，民生证券研究院

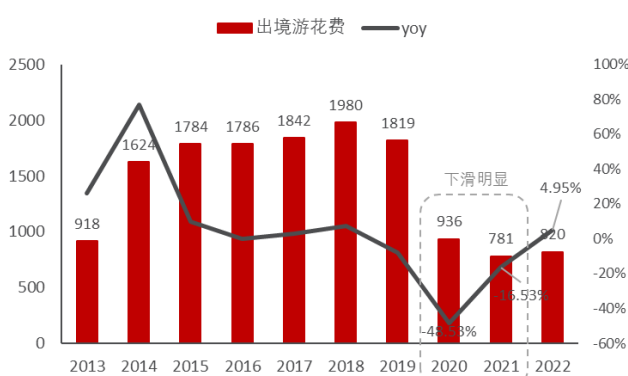
出境游趋势向好，但完全恢复仍需较长时间，国内游较为火热，周边游热度逐渐切换至长途游。分旅游形式看，可分为周边游、长途游及出境游。疫情期间促使周边游热度强劲，以露营游为例，2020-2021 年露营经济核心市场规模分别达 460 亿元/748 亿元，分别同比+22.2%/+62.5%。相反出境游受打击较大，2020-2021 年出境花费规模分别达 936 亿元/781 亿元，分别同比-48.53%/-16.53%，下滑幅度较大，2022 年开始有所回升。疫情后周边游热度不减，且热度逐渐向长途游转移，出境游回暖，根据同程旅行五一假期旅行消费报告显示，“五一”假期人们的出游半径显著变长，在“五一”假期热度前十的火车线路中有 8 条为跨省线路，跨省游热度上升。同时“五一”期间同程旅行平台国际酒店预订量超过 19 年同期，国际机票预订量恢复至 19 年同期水平，出境游加速复苏，但受航班恢复进程制约、欧洲物价上涨、居民消费降级、出境游供应链疫情三年受挫等因素影响，恢复至 19 年水平仍需一定时间。

图48：2014-2021 年露营经济市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图49：2013-2022 年出境游花费规模（亿元）



资料来源：UNWTO，民生证券研究院（注：汇率以 1USD=7.1424RMB）

总结来看，供给端包括住宿、交通及相关旅游产品等长期供给趋势向好，短期看住宿端供给由于疫情期间行业出清有所减少，但随着大环境复苏，供给预计将逐渐恢复；交通方面高铁在国家运营下恢复稳定，国内航司运力稳定，但目前由于国际航司供给力度不足、签证限制等因素影响，出境游恢复较慢；度假方面各大景区陆续开放，且人流量较高。总体上国内游热度较好，出境游复苏仍需时间检验。

2.2.2 中游：盈利模式多元化，传统及新兴模式并存

行业多元化趋势显现，传统模式仍占据重要位置，新兴模式后程发力。中游产业链端盈利模式多样，传统模式分为代理、直营、广告及 B2B 模式，新兴模式包括 OTM 模式、O2O 模式及内容平台模式等。

图50：中游产业链端盈利模式



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

龙头 OTA 平台主要以“代理+直营”模式为主，其他模式辅助发展。代理模式主要以抽佣为盈利方式、直营以赚取差价为主、广告以赚取广告收入为主、B2B 及其他服务模式以赚取服务费为主、OTM 以收取租金及服务费用为主、O2O 以赚

取佣金为主。目前以携程为代表的龙头 OTA 企业主要采用“代理+直营”模式，辅以广告、B2B、OTM 及其他服务，打造多元化的收入结构。而其他 OTA 平台主打精准化定位，并在此基础上探索多元化的收入方式，包括主打 OTM 平台的飞猪、主打 OGC 内容平台以广告收入为主的马蜂窝及主打 O2O 模式的美团。

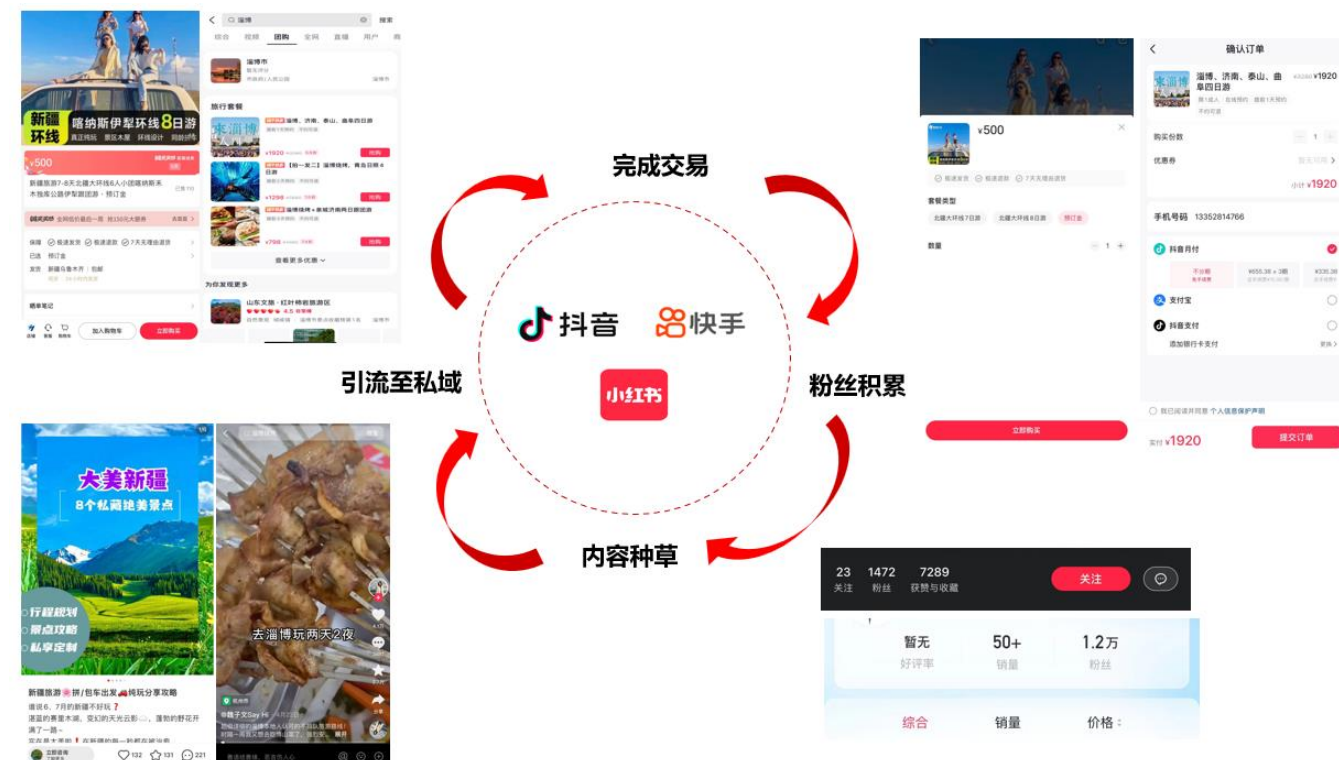
图51：OTA 主要盈利模式

盈利模式	内容	特点	代表平台
代理	OTA充当中介服务商，为旅游资源供应商提供销售平台，完成旅游产品及服务的交易，并从中按比例抽取佣金。	没有存货风险，为目前OTA平台主流的盈利模式	 
直营	OTA向旅游资源供应商采购产品或服务，再加价销售给消费者，赚取差价	有存货风险，渐渐为辅助的盈利模式	
广告	平台为上游旅游资源供应商或其他OTA平台提供广告展示服务，赚取广告收入	无相关风险，但盈利较为不稳定	 
OTM	为旅游资源供应商提供销售店铺，帮助搭建旗舰店，让旅游资源供应商直接接触消费者，平台则赚取租金	无存货风险，并且由于可以直接接触消费者，为上游资源商所偏爱	 
O2O	消费者在平台上购买相关产品或服务并支付费用，再凭对应的购买证明到线下的产品或服务商户完成消费，最终平台按比例抽取佣金。	将线上流量转换为线下消费	

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

内容趋势兴起，抖音及小红书等新兴内容平台具有不可忽视的力量。根据 Fastdata 数据显示，2021 年抖音旅游视频累计播放量达 2.27 万亿次、旅游内容创作人达 11.2 万人、旅游打卡次数达 18.2 亿次，内容已经成为了旅游流量获取的最重要来源之一。内容平台通过“内容种草+私域+交易”的变现方式，全力进攻在线旅游市场。

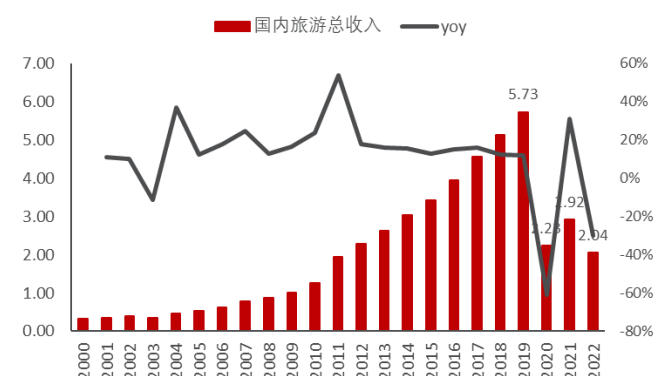
图52：内容平台盈利模式



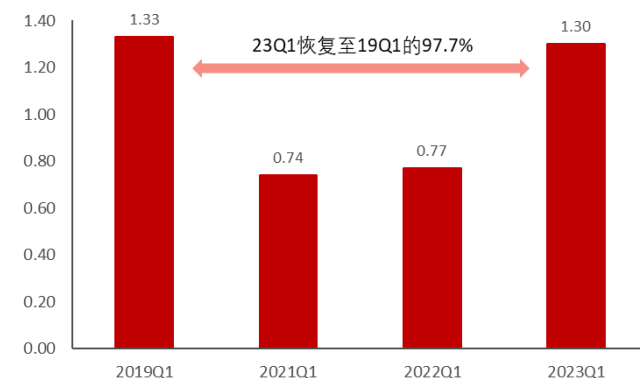
资料来源：小红书，抖音，民生证券研究院

2.2.3 下游：消费需求结构变化，下沉市场存增量空间

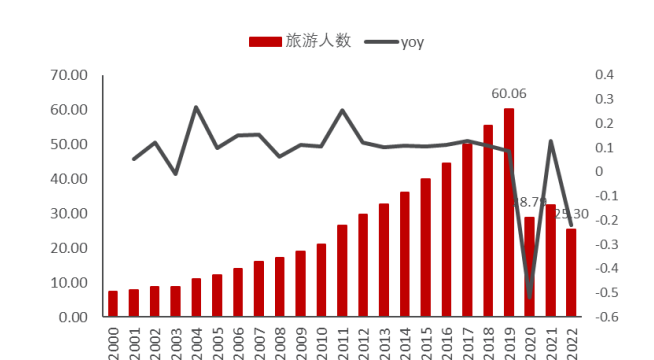
旅游需求逐年提升，疫情影响较大，疫后需求释放。疫前国内旅游收入持续提升，保持稳定增长趋势，2012-2019 年 CAGR 为 12.25%；同时，旅游人数也同样呈现上升态势，2012-2019 年 CAGR 为 9.26%。疫情期间影响较大，旅游收入下降近一半的幅度，随着疫情封控解除，旅游需求逐步释放，根据 Fastdata 数据显示，2023 年 Q1 国内旅游收入达 1.3 万亿元，恢复至 2019 年 Q1 的 97.7%；旅游人数达 12.16 亿人，恢复至 19 年的 81.8%。可见复苏进展良好，全年有望完全恢复，但仍需关注短期宏观经济情况，根据文旅部数据显示，2023 年五一单人
次旅游消费为 540 元，较 19 年同期 640 元下降 15.48%，呈现消费降级趋势，以
目前消费情况来看，消费力不足，仍需观望。

图53：2000-2022 年国内旅游花费（万亿元）


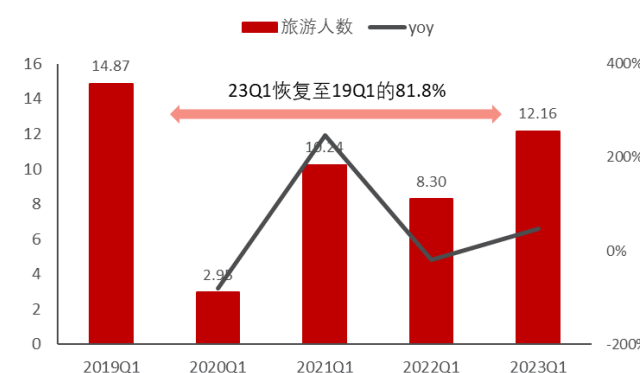
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图54：2019Q1-2023Q1 国内旅游花费（万亿元）


资料来源：Fastdata，民生证券研究院

图55：2000-2022 年国内旅游人数（亿人）


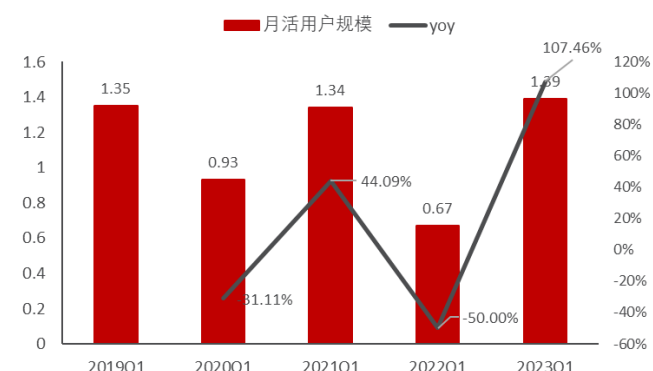
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图56：2019Q1-2023Q1 国内旅游人数（亿人）


资料来源：Fastdata，民生证券研究院

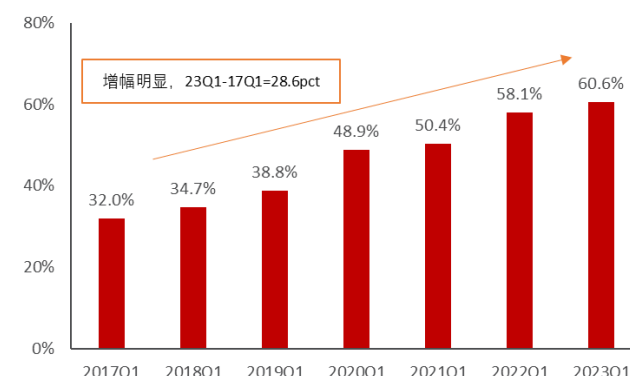
在线旅游复苏情况较好，旅游预订线上渗透率逐年提升。根据 Fastdata 数据显示，2023 年 Q1 中国在线旅游预订平台月活用户达 1.39 亿，同比+106.1%，超 19 年同期水平；旅游预订线上渗透率达 60.6%，较 19 年同期+21.8pct，线上渗透率提速明显。由此见得，使用在线旅游预订平台的用户增多，利好 OTA 行业整体发展。

图57：2019Q1-2023Q1 中国在线旅游预订平台月活用户规模（亿）



资料来源：Fastdata，民生证券研究院

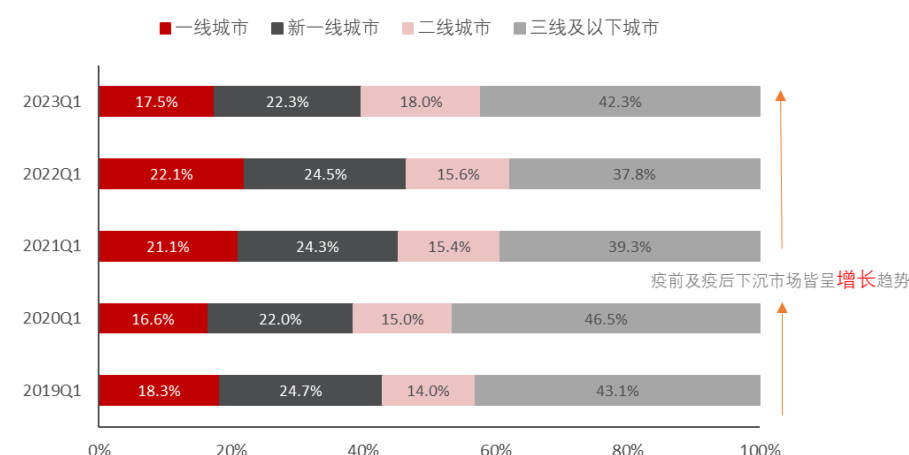
图58：2017Q1-2023Q1 旅游预订线上渗透率



资料来源：Fastdata，民生证券研究院

下沉市场存增量空间，年轻用户粘性成未来 OTA 平台发展关键。根据 Fastdata 数据显示，2023 年 Q1 中国在线旅游用户二线及以下城市用户占比超六成，中小城市旅游需求保持稳定增长，下沉市场增量空间可观。2019 年三线-五线城市下沉市场常住人口近 8.45 亿人，根据艾瑞咨询数据显示，2017 年在线旅游市场在线化率 31.5%，并且，艾瑞咨询预测 2022 年能达 45.7%，依据此项数据，由于高线城市普遍在线化率较低线城市高，我们保守粗略估计，随着下沉市场生活水平提高，互联网渗透率加深，假设下沉市场在线化率能达 40%，即下沉市场拥有用户达 3.38 亿人，较目前 19Q1 月活用户数 0.58 亿人差额为 2.8 亿人。为方便计算，采用 2019 年的人均旅游花费 953 元为基数，可知**交易额规模增量空间达 2669 亿元**，空间之大值得关注。

图59：2019Q1-2023Q1 中国在线旅游用户城市等级分布

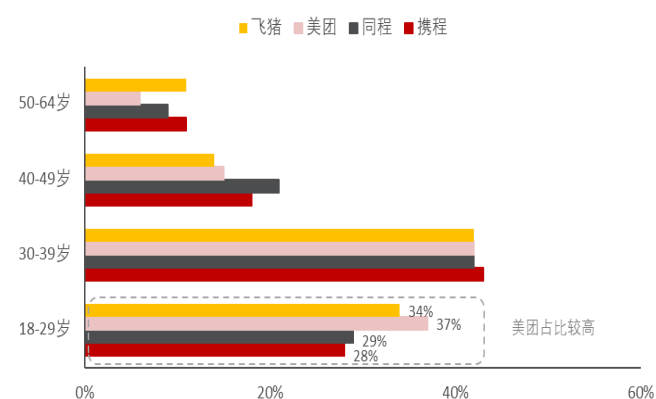


资料来源：Fastdata，民生证券研究院

年轻用户及“银发用户”占比逐渐提升，根据 Fastdata 数据显示，2023 年 Q1 “银发”旅游市场及“Z 世代”旅游市场需求占比超一半，是未来不可忽视的

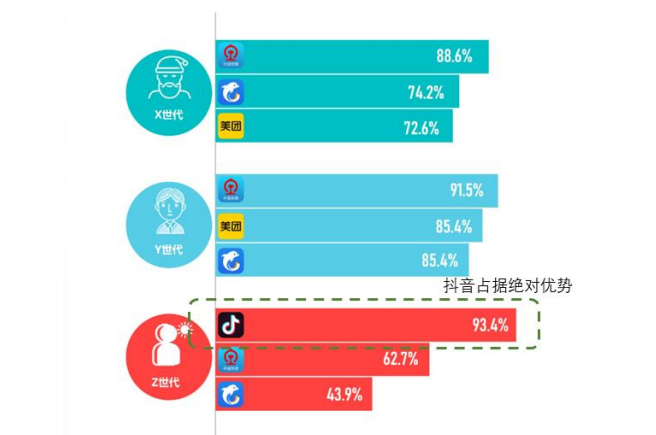
年龄层，特别是“Z世代”（1995-2010年出生）阶段，由于“Z世代”暂处于人生发展阶段，财富积累不及“Y世代”人群（1980-1995年出生），在时间推移下，未来“Z世代”人群替代掉原先“Y世代”的空间，消费能力将会显现。而根据statista数据显示，美团旅游用户18-29岁年龄段占比达37%，较携程的28%多9%，因此这部分差额将会在未来为美团提供更高的盈利空间，具有更好的盈利预期。同时，根据Fastdata数据显示，“Z世代”旅游用户中近93.4%安装了抖音，大大超过携程的43.9%，侧面体现若抖音入局在线旅游市场并找到准确运营方式，将会对现在乃至未来的行业格局产生极大冲击。

图60：2023年2月携程、美团及同程用户年龄层分布



资料来源：statista，民生证券研究院

图61：2021年分年龄段在线旅游用户不同旅游预订渠道APP安装覆盖率

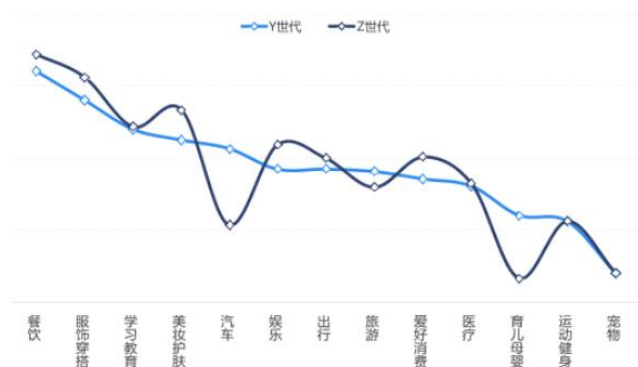


资料来源：Fastdata，民生证券研究院

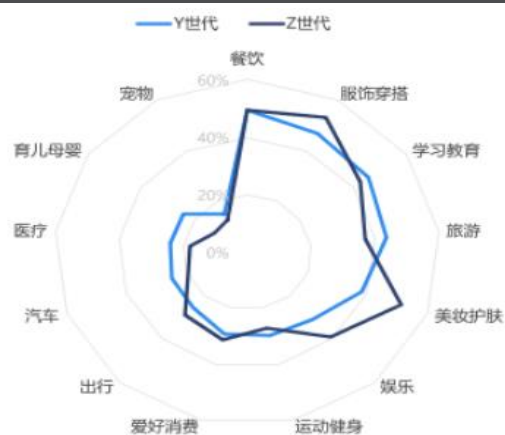
“Z世代”未来具有旅游消费增量空间。根据TalkingData数据显示，“Z世代”人数达2.33亿人，年人均消费为21201.7元；“Y世代”人数达3.15亿人，年人均消费为21206.3元，在收入水平不及“Y世代”的情况下，年人均消费相差无几，充分说明了“Z世代”的消费输出能力。而根据同程研究院数据显示，仅在住宿消费方面，“Z世代”平均消费为175元/间，“Y世代”平均消费水平为196元/间，意味着“Z世代”于旅游花费支出较其他方面少，这其中与消费观念差异有关：“Z世代”更愿意为了自身喜好消费，而“Y世代”更愿意为了家庭消费支出，其中包括亲子游消费。并且在未来的消费规划中，虽然“Z世代”与“Y世代”都愿意在旅游上增加消费，但“Y世代”要明显具有对旅游消费更高的倾向性。随着“Z世代”年龄增长、收入提升以及组建家庭后，能在当前“Z世代”年轻用户建立品牌心智的公司未来有望具有更大的消费增量空间。

图62：2022年不同世代人群在各领域的年消费金额

图63：2022年不同世代人群未来消费金额计划增加的领域



资料来源: TalkingData, 民生证券研究院 (注: 数额数据未知, 主要关注于双方比较)



资料来源: TalkingData, 民生证券研究院 (注: 数额数据未知, 主要关注于双方比较)

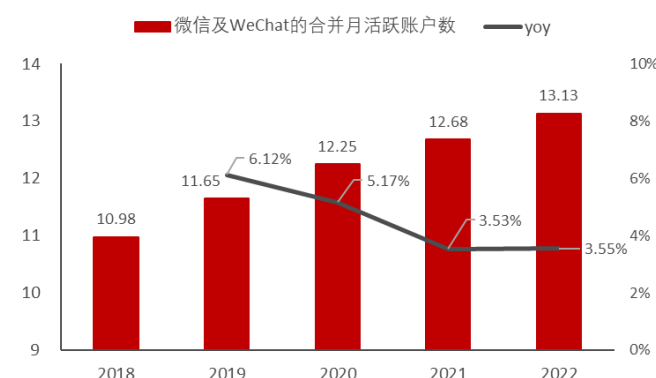
3 核心看点：股东协同优势奠定竞争基础，下沉渗透+生态营造带来增量

3.1 股东各具优势，协同事半功倍

腾讯流量供给稳固用户基本盘，技术支持提升同程用户体验质量。腾讯通过小程序持续为同程提供大部分流量，同时也通过 QQ、QQ 浏览器、QQ 音乐等多个平台进行引流。截至 2022 年年底，腾讯拥有微信及 WeChat 月活跃账户数达 13.13 亿人用户，较上年同比+3.5%，而同时期同程约 80% 的平均月活跃用户来自于微信小程序，即近 1.872 亿用户来源于腾讯，占腾讯微信及 WeChat 月活跃用户数的 14.26%，可见腾讯对于同程客户来源的重要性，腾讯用户盘的可挖掘度较大。

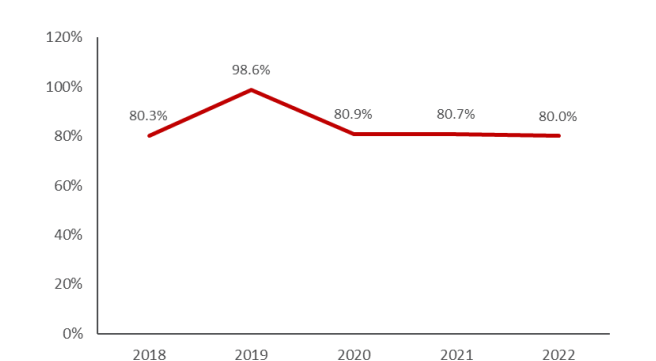
除流量支撑之外，技术服务上腾讯也给予了支持，包括同程于 2018 年 11 月 6 日便与腾讯订立了以 3 年为更新期的腾讯技术支援框架协议及腾讯支付服务框架协议。腾讯技术支援框架协议的订立目的在于让腾讯向同程提供技术支援及相关服务，包括但不限于云服务及智能 DNS 域名解析，协议的订立对于同程的业务发展及广告需要产生重要作用。而腾讯支付服务框架协议的订立内容是腾讯集团将通过其付款渠道向同程提供支付及结算服务并以若干费用作为回报，协议的订立能使得同程为用户提供便利的支付方式，从而提升服务的整体用户体验质量。

图64：2018-2022 年腾讯微信及 wechat 月活跃账户数（亿计）及其 yoy



资料来源：腾讯公司公告，民生证券研究院

图65：2018-2022 年同程月活跃用户来源于微信小程序占比

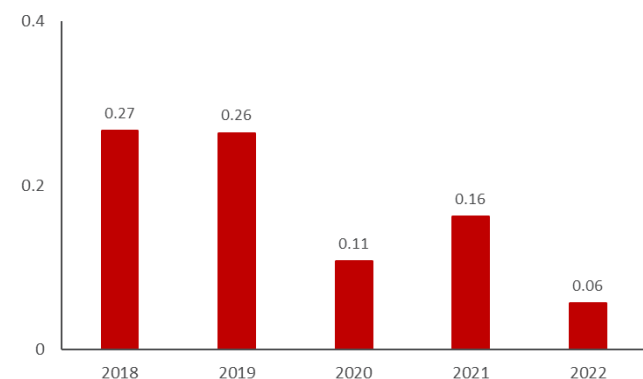


资料来源：公司公告，民生证券研究院

携程与同程进行资源交互，完善公司业务范围。公司于 2018 年 11 月 7 日与携程签订了携程旅游资源销售框架协议及携程旅游资源供应框架协议。其中，携程旅游资源销售框架内容为同程将为携程平台提供住宿预订、交通服务及景点票务服务，使得公司的产品可通过携程的网上及手机平台触达更大的销售市场，进一步扩大用户基础。另外，携程旅游资源供应框架协议内容为携程将在同程平台同样提供其住宿预订、交通服务及景点票务服务，从而扩大同程在线上及移动平台可提供的旅游产品及服务的种类，两项协议的达成使两大平台实现资源交互，最终与携程

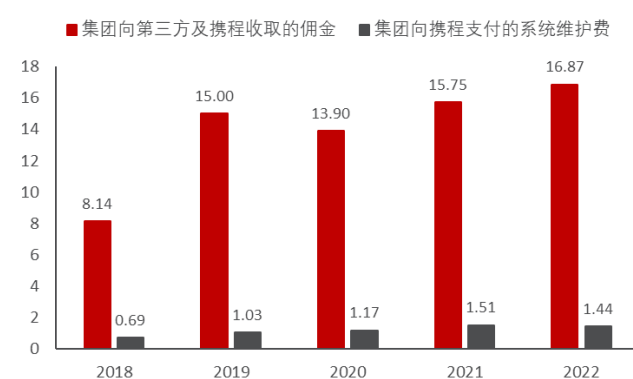
实现资源的整合，达到增加市场份额的目的。其中，携程向同程提供的旅游资源较多，超过同程为携程所提供资源的量级，从服务费数额便可观一二，充分体现了携程作为股东对同程的赋能作用。

图66：2018-2022 年携程旅游资源销售框架协议下集团向携程支付相关服务费及系统维护费（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图67：2018-2022 年携程旅游资源供应框架协议交易金额（亿元）

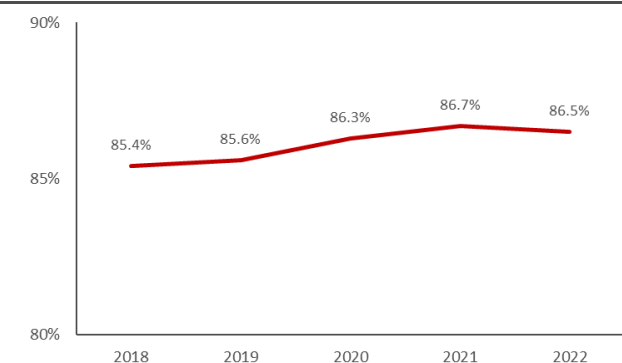


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 定位下沉市场，针对未来市场空间具备先发优势

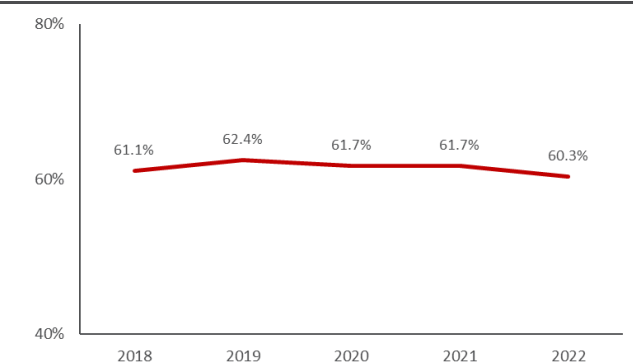
下沉市场定位目标明确，增量空间体现未来发展潜力。公司以下沉市场发展为主，避开 OTA 一线正面战场，发展至今，下沉市场也凸显出其活力与潜力，截至 2022 年年底，公司非一线城市用户占比达 86.5%，其中微信平台新付费用户约 60.3%来自于中国的三线或以下城市，不难看出公司战略的明确及有效性。从上文测算已知下沉市场增量空间近 2700 亿，若公司能始终坚持耕耘下沉市场，并有效渗透，未来公司有望保持增长趋势。同时，公司于 2022 年 2 月 18 日收购了一家 PMS 公司米天下的其余 53.5% 股权，米天下是一家致力于提高民宿运营和管理效率的一站式服务商。此收购可让公司得以进一步加强技术及服务能力，为下沉市场的中小型酒店提供全面的解决方案以提高其日常运营效率，实现对下沉市场的进一步布局。

图68：2018-2022 年同程非一线城市用户占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图69：2018-2022 年同程微信平台新付费用户来自于三线及以下城市占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

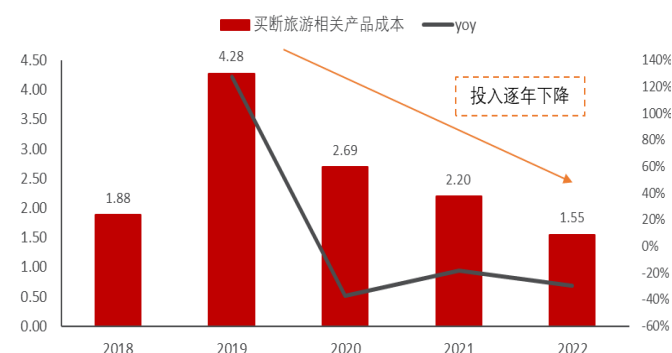
图70：米天下业务概况



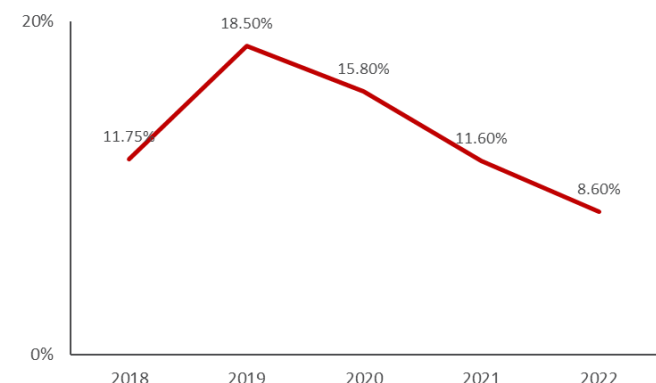
资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.3 主营业务轻量化，发力产业链扩张打造生态

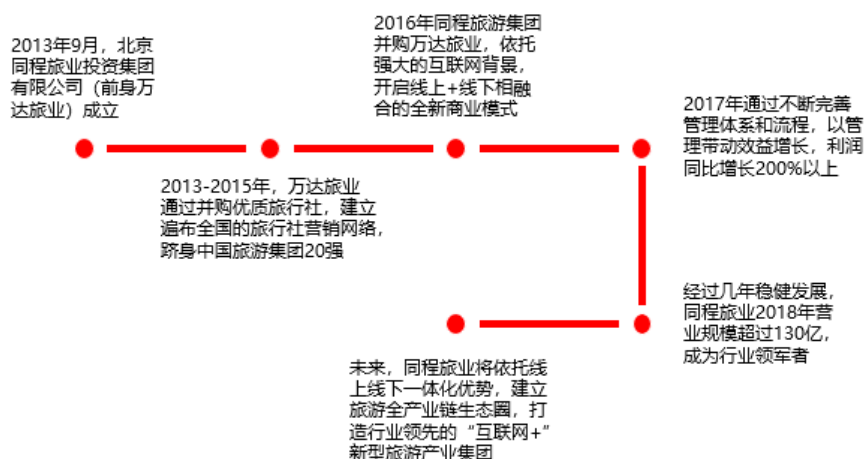
代理为主直营为辅，发力线下实现线上线下双轮驱动。公司逐步减少直营比例，着重实现轻资产运营，以代理模式为主，买断旅游相关产品成本逐年递减，2022年公司买断旅游相关产品成本达1.55亿元，较上年同比-29.5%，逐步减轻存货压力，轻装上阵更有利于未来稳健发展。同时，公司重点开拓线下业务，逐步布局旅行社相关业务，公司于2022年12月宣布将收购同程国旅公司，同程国旅成立于2003年，已成长为一家向国内外客户提供国内国际旅游、酒店预订、机票预订、景点门票、旅游租车、导游伴游和旅游纪念品等综合配套服务的专业旅行社；并于2023年2月19日公告称拟以不超过7亿元代价收购同程旅业，同程旅业拥有近千条线下分支机构，旗下所属公司皆为各地区龙头企业，多家被评为“全国百强旅行社”。两大收购行为意味着公司将整合其线下旅行社资源，打造线上线下双轮驱动系统，更好的实现下沉市场的渗透及出入境游的布局。

图71：2018-2022 年买断旅游相关产品成本（亿元）及其 yoy


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图72：2018-2022 年买断旅游相关产品成本占总销售成本比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图73：同程旅业发展历史


资料来源：同程旅业公司官网，民生证券研究院

渗透上游，参与酒店经营，提升供应链成本端话语权。同程除了投资线下旅行社拓展业务触及范围之外，还开启了上游布局战略。公司 2021 年设立了艺龙酒店科技平台公司，是集酒店管理、信息技术和采购贸易为一体的住宿产业综合平台，通过内部孵化、战略投资，艺龙酒店科技平台已形成多元化的酒管品牌矩阵，完成了一线至低线城市，豪华至中端酒店甚至跨国经营的全范围覆盖，形成广阔的触及范围。

艺龙酒店科技旗下投资了多家酒管公司，其中包括 2021 年与珀林酒店集团签署战略投资协议及投资爱电竞酒店、2022 年完成收购美豪酒店等。同程的酒店投资步伐足以体现公司渗透上游的决心，通过酒店的投资进一步的整合双方线上线下的优势，为同程提供更为经济的成本效益，同时提高同程在上游合作的话语权，以争取更大的市场份额，并加速行业连锁化进程。公司的酒店投资皆是针对轻资产

模式布局，贴合同程本身作为 OTA 平台的轻资产化运营模式，两者结合更显运营的轻盈及对风险的可承受性。

表3：同程旗下酒管公司情况

品牌名称	品牌概况
珀林酒管	成立至今达 14 年，是艺龙酒店科技旗下以“全透明供应链”+“80%真经营保底”为特色且实行加盟全直营化管理的一家酒店管理公司。旗下拥有中端品牌莫林锦尚、中高端酒店品牌莫林、延泊、君屿、艺龙亦云、中端品牌优程、高端品牌艺龙国际及朵兰达八大品牌。
艺程酒管	艺程酒管定位为酒店管理赋能服务商，依托艺龙酒店科技综合赋能平台，深耕酒店赋能板块。通过 3 大赋能（品牌、营销、运营）、6 大助力（系统、工程、数据、人才、技术、金融）为酒店经营赋能，打造线上线下融合的行业创新模式，为加盟商和合作伙伴更好地降本增效。旗下拥有高端品牌艺龙玺程国际、中高端品牌艺龙、中高端品牌艺龙瑞云、中高端品牌米高国际、中端品牌米高时尚、中端品牌艺龙壹棠、轻中端品牌艺选酒店、中高端旅居品牌艺龙万国酒店及艺龙华里酒店九大品牌。
爱电竞酒管	成立于 2019 年，主打“电竞+酒店”文化，品牌围绕电竞生活，以酒店为依托，形成电竞酒店+寒事运营+电竞陪玩+新游戏研发+线上商城+游戏周边的电竞生活快乐空间，门店数量超 80 家。
美豪酒管	历经 27 年潜心经营，在产品模式和管理模式上持续优化，构建极具产品竞争力和品牌号召力的多品牌战略矩阵，拥有超过 300 家门店，旗下拥有高端品牌美豪·雅致酒店、中高端品牌美豪·丽致酒店、美丽豪酒店、精选酒店品牌美豪·怡致酒店、R ROYALSS HOTEL 及美豪酒店六大品牌。
安程酒管	安程是一家专注于年轻商务人群的互联网酒店管理公司，致力于在酒店设计和品质方面不断探索新路径、实现新突破，通过将更年轻、更现代、更高级的元素融入其中，为国人带来愉悦、自由的美好旅居生活。旗下拥有艺选安来、中端品牌艺龙安云、艺龙安悦、艺龙安芮及艺龙安泊五大品牌。
良程酒管	良程酒店管理公司，作为艺龙酒店科技平台上的一站式酒店管理服务商，依托集团住宿产业链优势，致力于打造新中式美学空间，使中国文化在新时代焕发新辉。旗下拥有中高端品牌艺龙海怡、中端品牌艺龙海雅、中高端品牌艺龙海岚及高端品牌艺龙海怡国际四大品牌。
美程酒管	美程酒店管理公司由艺龙酒店科技战略投资，是一家以互联网+酒店为基因的综合性酒店服务商，提供酒店管理、信息技术服务、建筑设计服务及供应链采购贸易，以一站式及一价全包政策提供更具效率的酒店管理服务支持。旗下拥有中高端品牌美程、高端品牌美程里、艺龙美程及豪华品牌艺龙美程国际四大品牌。
艺丽酒管	主营日本目的地酒店及简易住宿运营管理，通过酒店品牌认证、管理运营、智能系统等多维度为酒店赋能，帮助酒店提升 OCC 及 RevPAR。旗下拥有中高端品牌 ELE Hotel、ELE Hotel Apart 及 ELE Hotel Onsen 三大品牌。

资料来源：艺龙科技公司官网，民生证券研究院

一站式供应链服务+智慧系统赋能，培养供应端使用习惯，从服务入手提升上游议价能力。除了布局酒店品牌以外，同程还重点关注于供应链服务、酒店运营系统、零售及金融支持等平台，其中，包括拥有同驿科技、旅智科技、艺同凡享、艺龙智慧布草、酒店之家、安芯及同采通等住宿赋能中台，提高酒店效率和效能，实现降本增效；拥有新零售平台“艺方好物”，能够充分满足用户商务差旅、休闲度假等多元化出行住宿需求；拥有一站式数字化资管解决方案平台“同数云”，通过科技支持帮助企业实现数字化管理，使管理更加有效；拥有包括同驿贷、同易融及爱购宝等金融支持平台，为企业提供贷款及帮助融资、为消费者提供消费便利，多方位支撑上下游发展。同程从上游服务端切入，进一步培养酒店管理习惯，实现酒店及同程双方的共赢局面，最终带动整体酒店行业效率的提升及同程自身的良性

发展。

表4：同程旗下赋能平台情况

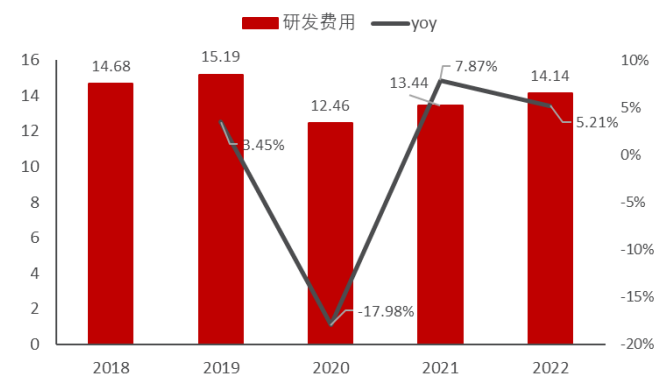
平台名称	平台概况
同驿科技	同驿科技是国内创新的住宿业一站式供应链服务平台，依托强大的互联网背景，为全球 5 万多家住宿企业提供物资集采、客房置换、施工代建及物资分期等服务，满足企业从筹建到运营、营销的全方位需求，助力企业降本引流，高效敏捷增长。旗下平台包括住宿业一站式供应链平台同驿商城、集采平台艺龙优采。
旅智科技	旅智科技旗下包含“住哲”“金天鹅”“云掌柜”三大品牌。覆盖了民宿、大中小单体酒店、区域连锁酒店、集团连锁酒店全业务场景的数字化解决方案，并在此基础上为酒店提供 OTA 直连、全网代销、代运营、收益管理、大数据应用、智慧酒店升级等服务。已累计成功服务超过 5 万多家住宿业客户。
艺同凡享	专注于为客户提供创意化解决方案，服务项目涵盖国际高端品牌酒店、精品酒店、商业地产项目以及创意艺术型项目的品牌 VI、室内装饰/机电等全案设计服务。艺同凡享设计机构在酒店设计方面经验尤其丰富，擅长以市场为导向型设计，将前端趋势与国际化视野运用于设计之中，赋予每个酒店项目长久的生命力。同时拥有一体化服务架构，可为酒店项目提供一站式设计顾问服务。
艺方好物	为住宿场景的新零售品牌，甄选全球好物，覆盖衣、食、住、行、娱乐等。根据客人的多元化购物习惯，建立线上&线下一体化的全渠道零售布局，让客人享有简单、快乐的购物体验，从而实现为酒店提供更多元的收益方式，构建复合型盈利矩阵，实现“酒店+新零售”增值收益。
艺龙智慧布草	艺龙智慧布草是艺龙酒店科技平台上的智慧布草项目，基于 OTA 背景及物联网技术，为酒店提供“智慧布草管理”+“智慧布草租赁”整体服务解决方案。帮助酒店解决布草管理和洗涤品质难题。
酒店之家	以数据为驱动、以投前服务为中心的酒店投资服务平台，为投资人提供立项分析、筹建、运营、融资、采购、酒店转让、物业租赁、数据、资讯等一系列服务。
安芯	安芯布草是同程集团旗下住宿业智慧布草项目，基于 OTA 背景及物联网科技，为住宿业提供一站式“智慧布草管理”+“智慧布草租赁”的服务解决方案。依托物联科技优势，高效整合旅游产业链资源，助力产业数字化升级，促进行业可持续发展。
同采通	同采通集费控报销、消费场景、企业支付于一体，解决企业费用支出管控需求，帮助企业更高效、更数字化的管理费用支出，助推财务从合规到管理到增值的价值创造。
同驿贷	依托同程集团强大的旅游产业优势，整合多方资源，为住宿产品提供更高效、更低成本的融资服务，助力酒店住宿行业更好更快更健康的发展。
同易融	通过大数据、云计算等技术手段，同易融对未来旅游市场进行较为精准的预测，结合热点事件及其它风险因子的加入，为旅行社、票务代理、TMC 服务商、MICE 等机构提供数据评估、风险预测、信息化整合及资金支持、资产处置等。
爱购宝	为保险公司提供包括产品创新、营销获客、保险风险管理、保障服务在内的全方位科技服务，帮助保险公司实现降本增效和业务增长。目前已搭建了全面覆盖线上及线下的保险销售渠道，为 OTA 旅行社、会展公司、旅行机构提供一站式旅游保险技术解决方案。
同数云	同数云是同程旗下金融物联网服务平台，致力于为金融机构、融资租赁机构及制造企业提供从设备评估到设备监管、设备盘点再到设备处置的一站式资管数字化服务。利用科技赋能金融产业，让资产管理更高效，引领产业数字化转型。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.4 技术夯实服务基础，创新+体验提高用户粘性

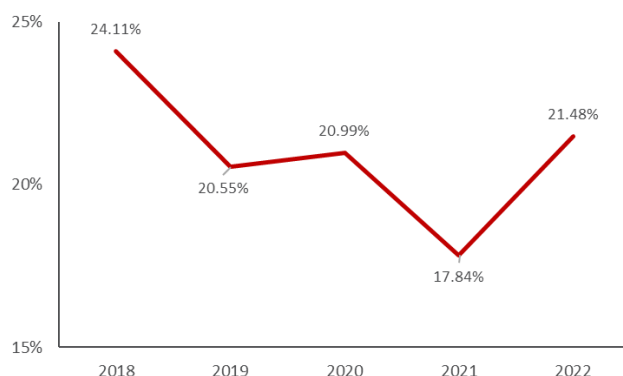
拥抱智能化趋势，夯实服务基础。同程重视智能化的应用，并将智能化列为战略发展主线之一，不断增大技术研发。其中包括推出了“慧行”智能出行解决系统，深度整合用户多元需求和供应链运力资源。“慧行”可根据用户的出行需求和偏好，提供更优的中转联程方案，同时可在有票的情况下为用户有限提供价格更低、时间更短的优选方案。并且，同程推动“智慧车站 2.0 数字改造”，为湖南怀化公路运输集团旗下 14 个车站提供基于人工智能的智慧化解决方案，即提高了车站的在线化程度，同样反哺至同程的车站预订业务订单需求的提升。通过智能系统的建设，同程为其服务体验体系的完善奠定了技术基础，为后续服务质量的提高做好铺垫。

图74：2018-2022 同程研发费用（亿元）及其 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

图75：2018-2022 同程研发费用（亿元）占营业收入比重



资料来源：wind，民生证券研究院

除以上方案之外，同程持续将智能化手段引入客户服务环节，包括建立情绪侦测、语速侦测、语音转译文本在线评分等智能化之间抽样方式，对客服人员的服务质量进行全方位评估及监控；实现智能机器人语音交互，为用户提供订单查询及处理等服务，实现同程运营及服务的数据化及智能化，为用户提升服务体验的同时也降低了公司自身成本。截至 2022 年年底，同程还向广州旅金科技公司注资，为未来的技术层面支持进行布局。

表5：相关智能化服务手段

服务方式	内容
风险会话实时预警监控	通过智能助手对三方、舆情、服务态度类等会话实时监控，模式上实现由线下转线上、人工转系统的变更，对内节约人力 0.5 人力/天，功能上线后的风险会话命中量降低 22%。
智能会话小结应用	通过智能推送小结替代人工选择小结，降低员工操作费力度，会话处理时长节约 6 秒/个，缩短新人上手周期，实现用户多场景咨询。
“受委屈”赋能应用	通过智能识别，对沟通中客服情绪压力大、高位场景无处理技巧的人员推行实时赋能提醒；调研结果显示 91.6% 的受访人员反馈推送能够有效缓解情绪压力。
新人实时赋能提醒	通过上线高频缺陷的赋能提醒，对触发包含态度、舆情、易产生服务缺陷、影响客户体验等风险会话推送实时提醒，2022 年共计赋能会话 1.48 万通，缓解一线伙伴的工作压力，提升新人成熟度

资料来源：公司公告，民生证券研究院

保持创新嗅觉，提升用户体验，增强用户粘性。同程始终保持创新嗅觉敏感度，紧跟趋势，积极探索乡村旅游项目，着力于下沉市场的拓展，推出“同程千村计划”，并于 2022 年着力深耕年轻人消费市场，持续进行创意营销，推进“旅行+”模式，推出了多样化产品，包括旅行+直播、旅行+元宇宙、旅行+航空、旅行+电竞、旅行+音乐等项目，向用户提供多元惊喜。同时，首创“文旅+景区+沉浸式”营销新思路，在 OTA 行业首创两项大型沉浸式剧本杀体验活动。多项举措及营销事件让同程在年轻圈层中积累下良好口碑。

表6：相关创意营销项目

项目名称	概况
旅行+元宇宙： NFT 数字藏品项目	同程于品牌升级 2 周年庆上，基于品牌 IP “飞儿萌”发布首款限定 NFT 数字藏品，形成独有的品牌影响力和品牌资产沉淀，开启同程元宇宙时代。产品首发当天引起行业内的高度关注和热议，用户反馈正向且积极。基于此项目，公司参与全球峰会活动作交流分享。
旅行+航空： “同程旅行号”主题航班	公司联合湖南航空推出“同程旅行号”主题航班，机身彩绘设计充分体现品牌视觉符号，凸显更年轻、更有活力的品牌形象，并于首飞仪式推出 6 款夏日专机定制 NFT 数字藏品，产品上线即售罄，获得市场一致好评。
旅行+电竞： “同程杯”英雄联盟手游争霸赛	公司延续承办第二届“同程杯”英雄联盟手游争霸赛，从线上直播、多渠道报名等环节进行创新，共招募上百支高校战队参与竞技。未来，同程将持续探索“旅行+电竞”模式，携手政府和电竞行业共同推动旅游复苏。
旅行+音乐： 水上音乐节	同程进行“旅行+音乐”模式的首次尝试，联合腾讯音乐、酷狗音乐以及横店影视城举办水上音乐节，为游客打造旅行、音乐、文化相互交融的音乐大派对，以创新形式为景区疫后复苏贡献力量。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表7：乡村振兴项目

项目名称	概况
“一站式乡野度假区”模式： 林渡暖村	林渡暖村项目是同程乡村振兴的首个样板项目，在旅游度假基础设施规划的基础上，最大限度保持乡村原貌。2022 年林渡小火车、林渡陶庐民俗、营地等业态陆续开放，并收获良好的行业口碑。该项目获得了全国休闲标准化技术委员会颁发的“城乡休闲一体化示范项目”称号。
“乡村生活及度假体验社区”模式：张家港湾兴村	该项目是同程正在推进的第二个乡村振兴项目。该项目融合乡村生活及度假体验社区的概念，将民宿等度假设施融入到村民生活中，为城市居民营造一个乡村深度体验社区。结合“数字乡村”构想，将住宿、特色餐饮、演艺等产品和服务场景聚合到一个平台上，并基于终端的数字化设施提升运营效率。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

除产品创新以外，公司持续为用户提供耳目一新的出行产品及服务体验。2022 年大力提升用户自助率、开放国内机票催改期、驳回改期、预约退票、国内及国际机票疫情改签等自助入口，并推动国内机票改期及辅营产品退订自助化。同时重视提升客服体验，建立良好的投诉管理体系，2022 年共计收到客户有效投诉 3906 宗，处理解决率达 100%，同时，同程在 2022 年全国在线旅游消费评级中，取得综合分数第一的位置，可见其在服务体验上的成效良好。总结来看，创新+体验的叠合既达到吸引用户眼光效果的同时也能保持用户的留存，增强用户粘性，深化用户基本盘，最终提供业绩增量。

图76：2022 年全国在线旅游消费评级

排名	平台	平台反馈率	回复时效性	用户满意度	综合指数
①	 同程旅行	100.00%	0.833%	5.000%	0.860%
②	 去哪儿旅行	95.00%	0.530%	2.000%	0.694%
③	 飞猪旅行	86.84%	0.584%	2.000%	0.669%
④	 携程旅行	72.00%	0.448%	7.500%	0.649%
⑤	联联lion周边游	65.00%	0.443%	3.600%	0.546%
⑥	旅划算周边游	60.00%	0.000%	0.000%	0.300%
⑦	 马蜂窝	28.57%	0.143%	0.000%	0.186%
⑧	 走着瞧旅行	6.25%	0.050%	2.000%	0.106%

资料来源：电数宝，民生证券研究院（注：综合指数=平台回复率*0.5+回复时效性*0.3+用户满意度/10*0.2；平台回复率：平台移交给被投诉电商用户投诉，被投诉电商的有效回复率；回复时效性：平台回复时间小于 72 小时为 1.0、回复时间大于 72 小时且小于 120 小时为 0.6、大于 120 小时为 0；用户满意度：10 分满分制）

4 主要公司对比：各 OTA 平台定位明确，差异化竞争为大势

OTA 平台各有特点，主攻领域各有不同。同程、携程、美团、飞猪为在线旅游 TOP 4 企业，分别具有对应的业务特点、主攻人群区分及竞争优势。同程主要针对下沉市场的商旅用户，背靠腾讯流量优势；携程主要针对一二线城市的商旅用户，具有强大的供应链优势；美团主要针对下沉市场的本地生活用户，拥有丰厚的本地流量用户基本盘；飞猪主要针对追求个性定制化的年轻群体用户，背靠阿里提供平台运营经验辅助及大数据支持。各平台拥有个性特点，皆在擅长领域耕耘，保持差异化优势参与竞争。

图77: 同程、携程、美团及飞猪特点分布图



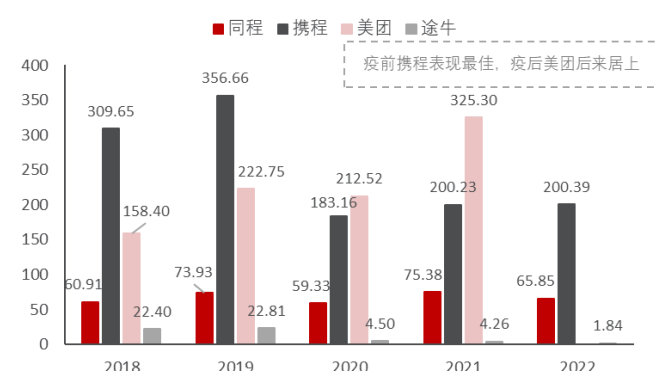
资料来源：同程官网，飞猪官网，美团官网及 app，携程官网，艾瑞咨询，民生证券研究院

上市公司中美团旅游板块营收增长及毛利率水平处于领先地位。美团到店旅游板块于 2022 年开始归入核心本地商业板块，因此从 2021 年可获取数据对比来看，2021 年美团到店、酒店及旅游板块营收达 325 亿元，同比+53.07%。其已披露的 2019 年毛利率达 88.65%；携程、携程、途牛营收分别为 75.38 亿元、200.23 亿元、4.26 亿元，分别同比+27.05%、+9.32%、-5.31%。毛利率分别为 74.93%、77.04%、40.23%，分别同比+3.53pct、-0.95pct、-7.12pct。美团业绩表现及盈利能力处于领先，携程及同程紧随其后，除此之外，美团与同程在疫情期间抗风险能力明显强于携程，侧面反映了疫情对于下沉市场的冲击较高线城市的冲击小，造

成携程疫情时利润端的大幅波动。

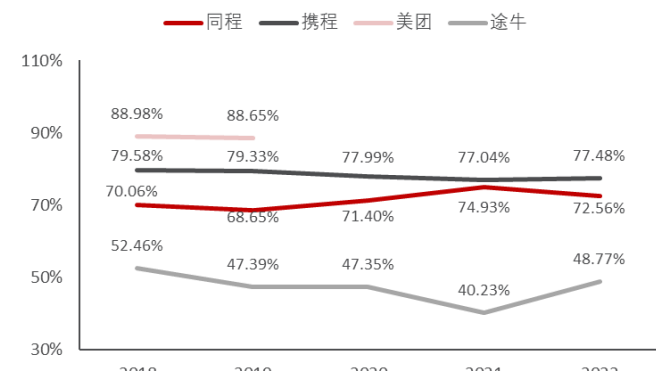
于 23Q1 已有数据恢复情况来看，携程营收达 91.98 亿元/同比+123.85%、扣非归母净利润达 33.75 亿元/同比+441.25%；同程营收达 26.72 亿元/同比+50.04%、扣非归母净利润达 3.52 亿元/同比+261.30%；途牛营收达 0.63 亿元/同比+52.32%、扣非归母净利润达-0.07 亿元/同比+82.65%。可见，23Q1 各 OTA 平台恢复强劲，其中携程表现相当亮眼，体现其通过龙头先发优势连带的包括供应链、用户心智等优势交出优秀答卷。

图78：2018-2022 年美团、携程、同程及途牛营收（亿元）对比



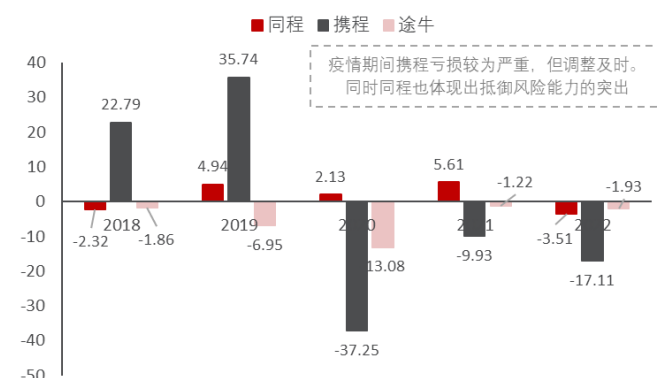
资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：美团营收为到店、酒店及旅游板块，且 2021 年后不再披露具体数据；飞猪由于未上市，无数据故不记录于此）

图79：2018-2022 年美团、携程、同程及途牛毛利率对比



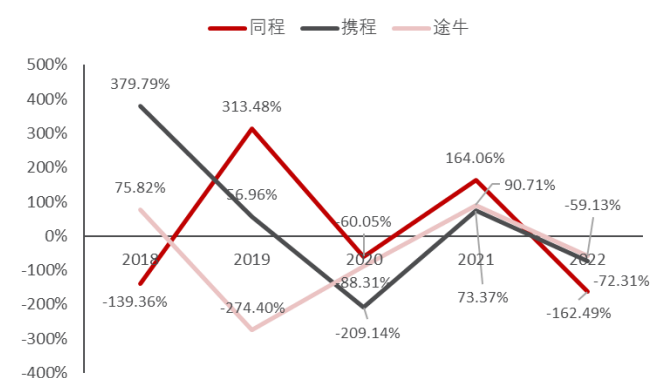
资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：美团毛利率为到店、酒店及旅游板块，且 2019 年后不再披露具体数据；飞猪由于未上市，无数据故不记录于此）

图80：2018-2022 年携程、同程及途牛扣非归母净利润（亿元）对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图81：2018-2022 年携程、同程及途牛扣非归母净利润增速对比

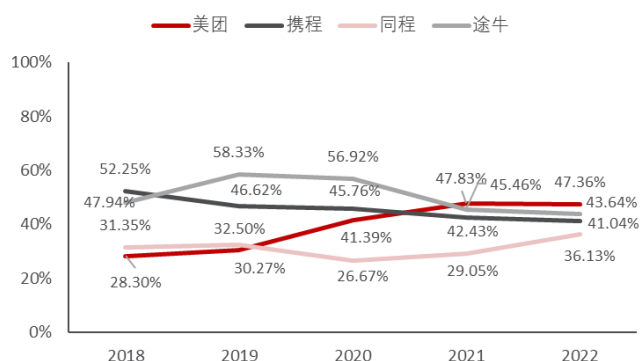


资料来源：wind，民生证券研究院

轻资产运营为主流，同程表现最佳。2022 年美团、携程、同程及途牛资产负债率分别为 47.36%、41.04%、36.13%及 43.64%，分别较上年同期+6.44pct、-3.33pct、+2.38pct 及-11.46pct；流动比率分别为 1.87、0.97、1.70 及 1.55，分别较上年同期-0.29pct、-0.03pct、+0.13pct 及+0.04pct。总体来看，同程表

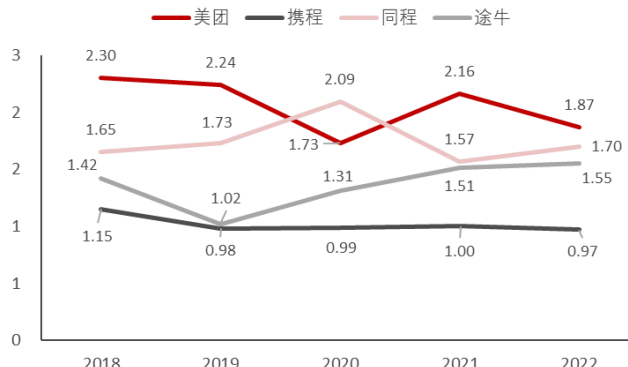
现相对较好，流动性维持稳定，轻资产运营模式贯彻始终，大体上四大上市 OTA 平台皆保持轻资产运营模式，资产结构较为轻盈。

图82：2018-2022 年美团、携程、同程及途牛资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

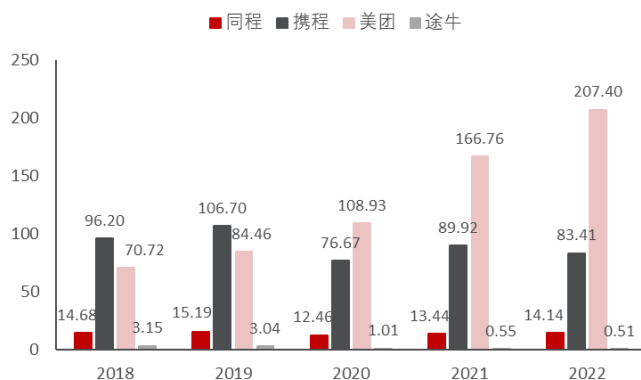
图83：2018-2022 年美团、携程、同程及途牛流动比率



资料来源：wind，民生证券研究院

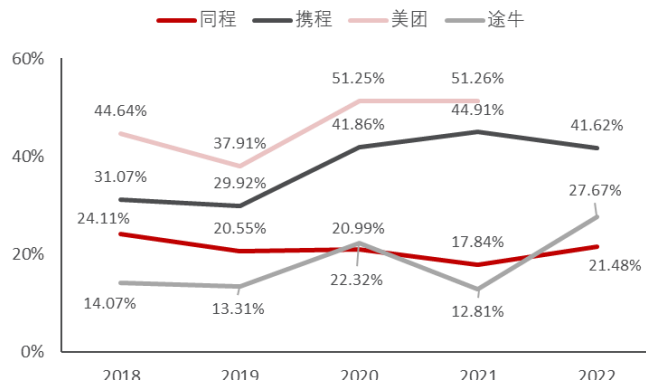
各大上市 OTA 重视创新发展，其中美团及携程为最。2022 年美团、携程、同程及途牛研发费用分别为 207.40 亿元、83.41 亿元、14.14 亿元及 0.51 亿元，分别同比+24.37%、-7.24%、+5.18%及-7.00%。同时，2022 年携程、同程及途牛研发费用率分别为 41.62%、21.48%及 27.67%。美团由于业务众多，研发费用中有多少占比用于旅游板块暂不清楚，但可以确定的是，2018-2022 年携程在研发上的投入皆超过 70 亿元，可见龙头企业对于创新的重视，通过研发的不断投入，保持竞争力，从而维持竞争优势和龙头地位。

图84：2018-2022 年美团、携程、同程及途牛研发费用（亿元）对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图85：2018-2022 年美团、携程、同程及途牛研发费用率



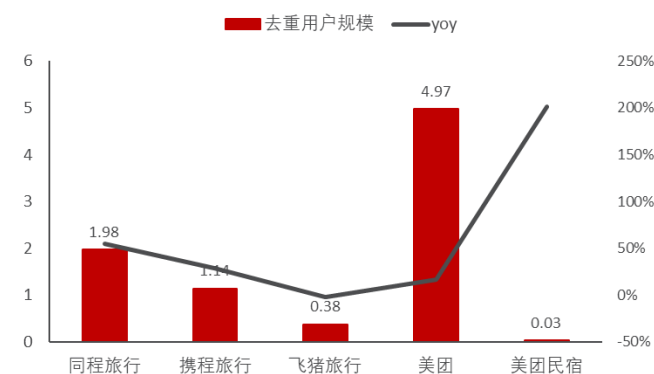
资料来源：wind，民生证券研究院

同程及携程旅行用户规模行业领先，龙头获客效益更高。根据 QuestMobile 可得数据显示，2023 年 1 月同程、携程、飞猪、美团、美团民宿去重用户规模分别为 1.98 亿、1.14 亿、0.38 亿、4.97 亿、0.03 亿，分别同比+54.60%、+28.60%、

-2.20%、+16.40%、+201.40%。同程、携程及美团均超过 1 亿规模，其中美团旅游板块流量占比未知，但其接近 5 亿规模的用户量能分流至旅游板块的基本盘十分可观，并且美团民宿 app 用户增长明显，潜力逐步显现。细拆来看，同程及美团民宿流量大多数来源于微信小程序、携程及美团来源于自身 app、飞猪来源于自身 app 及支付宝，侧面体现各自的获取流量方式及优势。

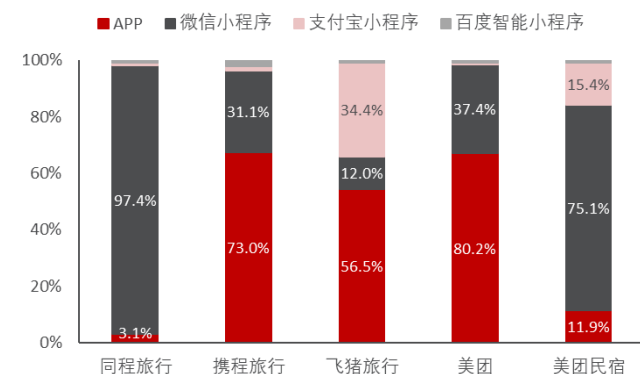
从费用端来看，2022 年同程、携程、美团、途牛销售费用率分别为 42.49%、21.21%、18.06%、56.43%，分别同比+2.21pct、-3.37pct、-4.65pct、+21.13pct；且广告投入占营收比重分别为 25.83%、10.48%、9.35%、0.01%。可见，以携程及美团为首的龙头企业通过规模效应，以较低的销售费用率及广告投放比重获取较多的用户流量，获客效益更高。

图86：2023 年 1 月同程、携程、飞猪、美团及美团民宿全景流量规模（亿）及其 yoy



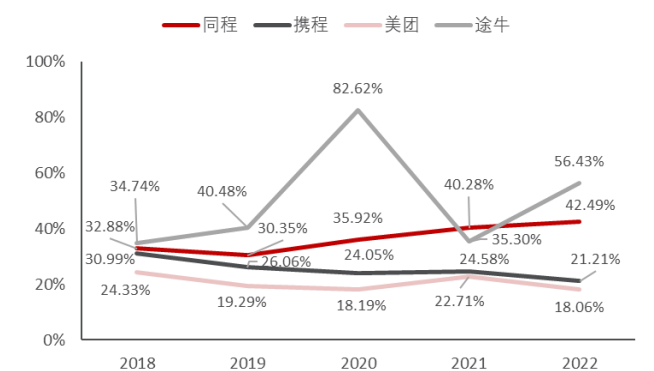
资料来源：QuestMobile，民生证券研究院（注：全景流量为移动互联网主流流量渠道，目前包括 app、微信小程序、支付宝小程序、百度智能小程序）

图87：2023 年 1 月同程、携程、飞猪、美团及美团民宿全景流量来源占比



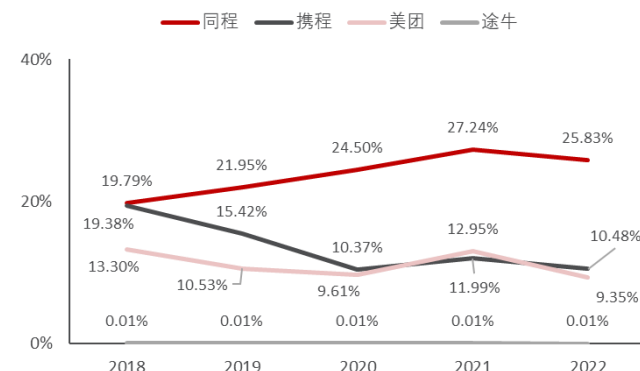
资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图88：2018-2022 年同程、携程、美团及途牛销售费用率



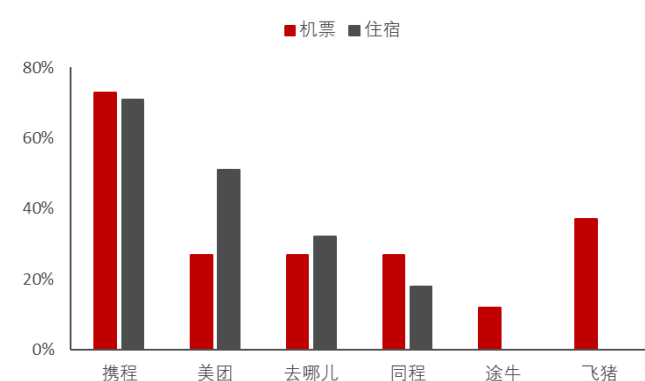
资料来源：wind，民生证券研究院

图89：2018-2022 年同程、携程、美团及途牛广告推广费用占营收比重

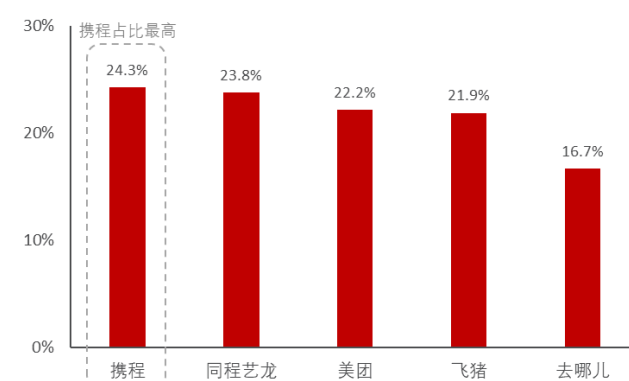


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：美团数据为广告及推广费用+用户激励费用）

携程于用户心智培养上一骑绝尘，多年深耕硕果累累。根据 trustdata 数据显示，疫前 2019 年用户粘性数据上携程位居首位，用户粘性最高，可见其多年于旅游行业深耕下，形成了品牌调性，培养了用户心智，通过在效率、价格、体验、服务等方面加大投入，提高品牌影响力及用户依赖度，最终形成了较强的用户粘性。而根据 statista 数据显示，疫后 2023 年 2 月调查结果来看，于旅游板块中用户愿意在预订酒店及机票的平台中首选还是携程，足以体现出携程难以撼动的地位，即使美团在间夜量的市占率一块已超越携程，但大多数是由本地生活流量支撑，而在旅游用户心智上，携程仍排在首位。

图90：2023 年 2 月用户最常使用机票及酒店预订平台


资料来源：statista，民生证券研究院

图91：2019 年主流在线酒店预订用户粘性


资料来源：trustdata，民生证券研究院

总结来看：

- 1) 同程与携程定位人群不同，且互相保持合作，资源互补，最终相辅相成；
- 2) 同程与飞猪同样受众群体有别，且各自背靠股东优势，暂时形成不了强烈竞争状态，但飞猪年轻用户群体未来具有更强的盈利能力，足以产生威胁，因此同程应当加强营销创新，进一步吸引年轻用户，从而不在未来竞争中落于下风；
- 3) 同程与途牛业务模式不同，且途牛发展仍未实现盈利，短期难以造成威胁；
- 4) 美团与同程的竞争程度较大，双方皆深耕于下沉市场，目前竞争态势较为稳定，美团偏向于本地生活板块，同程则偏向于周边游及商务游板块。但同程仍不应掉以轻心，需提高警惕，进一步完善旅游服务体验和产品质量，紧跟在线旅游发展趋势，在旅游服务及产品体系打造上充分发挥相对美团的先发优势，提高用户粘性。虽长期看美团进一步完善旅游体系后能对同程造成威胁，但美团劣势在于其业务广泛，竞争对手众多，并不一定能够集中精力深耕旅游产品及服务体系，因此同程仍有较大机会保持自身份额并于下沉市场获得增长。

图92：同程与美团下沉市场定位区别



资料来源：同程旅行 app, 美团 app, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

分业务来看：

1) 预订住宿服务：预订住宿服务是公司主要收入来源之一，未来随着公司逐步渗透上游住宿端、下沉市场拓展及出境游布局，住宿收入将会持续增长。但随着住宿业连锁化率逐步提高，我们预计住宿业务变现率会有小幅度下滑，2023-2025 年预期预订住宿服务营收分别为 34.37 亿元、43.27 亿元及 48.85 亿元，分别同比+42.33%、+25.89%及+12.91%。

2) 交通票务服务：交通票务服务贡献收入来源最大，随着公司大力发展商旅及出境游业务，交通用户将会逐渐增多，同时随着同程完善公交、地铁等公共交通出行应用，我们预计未来交通票务业绩将会增长明显，2023-2025 预期交通票务服务营收分别为 56.92 亿元、70.31 亿元及 81.95 亿元，分别同比+68.47%、+23.52%及+16.55%。

3) 其他：同程重视发展内容模块及商旅板块，同时加大景区类业务的拓展，未来商旅用户、景区类用户及会员用户有望增多，我们预计其他服务收入将会逐步提高，2023-2025 年预期其他营收分别为 16.11 亿元、21.63 亿元及 26.79 亿元，分别同比+103.68%、+34.28%及+23.84%。

23Q1 业绩表现良好，23 年 Q1 营收 25.86 亿元，较上年同比+50.5%，恢复至 19 年的 145%。而 22 年营收基数较低，因此我们预计 23 年收入将会有较大幅增长，2023-2025 年预期总营收分别为 107.4 亿元、135.2 亿元及 157.6 亿元，分别同比+63.11%、25.89%及 16.55%。

成本端：销售成本占比较高的项目分别是订单处理成本、雇员福利开支及采购成本，2022 年占比分别为 40.0%、18.1%及 11.4%。随着公司收入规模逐渐增大、供应链优势的深化和技术支持的赋能，以订单处理成本为代表的成本项也将逐步降低，**对应毛利率上会有小幅上升**，我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 75.33%、75.56%、76.30%，在 23 年 Q1 毛利率表现基础上可以看出，后续由于营收规模的增大致使成本摊薄，最终预期毛利率呈现上升趋势。

表8：同程旅行业务拆分表

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	74.01	59.33	75.38	65.92	109.98	136.56	159.96
yoy	19.82%	-19.75%	27.05%	-12.54%	66.83%	24.18%	17.13%
毛利	50.75	42.36	56.48	47.78	80.90	102.16	120.25
毛利率	68.65%	71.40%	74.93%	72.56%	75.33%	75.56%	76.30%
预订住宿服务	19.45	24.09	24.15	19.45	34.37	43.27	48.85
yoy	27.63%	-17.51%	23.83%	0.25%	42.33%	25.89%	12.91%
交通票务服务	34.71	44.58	33.79	34.71	56.92	70.31	81.95
yoy	12.23%	-23.17%	28.42%	-24.20%	68.47%	23.52%	16.55%
其他	5.16	6.71	7.91	5.16	16.11	21.63	26.79
yoy	137.33%	-0.16%	29.98%	17.87%	103.68%	34.28%	23.84%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用端：财务费用由于公司 2022 年新增超 15 亿借款，导致财务费用增幅较大，随着借款期限逐年到期，且公司收入规模逐渐增大，费用占比预计将逐步实现小幅度摊薄，我们预计 2023-2025 年预期财务费用率分别为 1.10%、1.02%及 0.69%。同理，销售费用及管理费用随着公司收入规模增长预计逐步实现小幅度摊薄，预计 2023-2025 年预期销售费用率分别为 39.68%、38.31%及 38.30%；管理费用率分别为 7.10%、6.24%及 6.00%。开发服务费用由于公司重视研发投入，虽仍会因规模效应摊薄总量，但整体影响程度较低，预计 2023-2025 年开发服务费用率分别为 15.72%、15.31%及 15.30%。

表9：同程旅行费用预测表

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	22.46	21.31	30.36	28.01	42.62	51.79	60.36
销售费用率	30.39%	35.92%	40.28%	42.54%	39.68%	38.31%	38.30%
管理费用	6.25	5.22	5.72	7.01	7.63	8.44	9.46
管理费用率	8.46%	8.79%	7.58%	10.65%	7.10%	6.24%	6.00%
开发服务费用	15.19	12.46	13.44	14.14	16.89	20.70	24.12
开发服务费用率	20.55%	20.99%	17.84%	21.48%	15.72%	15.31%	15.30%
财务费用	-0.35	-0.23	-0.12	0.79	1.19	1.38	1.08
财务费用率	-0.47%	-0.39%	-0.17%	1.20%	1.10%	1.02%	0.69%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

目前国内 OTA 上市公司仅有携程、美团、同程旅行及途牛，而途牛由于尚未盈利，难以用来与已经达长期盈利的携程、美团及同程进行对比。其中，携程作为 OTA 在线旅游平台龙头，疫后恢复表现强劲，其不断加大产业链渗透力度提升供应链优势，通过收并购强化竞争优势，形成了目前品牌知名度高，用户习惯较好的

优势格局。而美团通过低线城市战略后发先至，于在线酒店预订板块成为行业第一，随着未来横向拓展用户人群，并且优化旅游产品及服务，有望实现更好的发展。同程旅行则在合并后成功整合资源，充分利用腾讯流量和下沉市场优势，稳稳保持在行业领先地位。

综合考虑，我们采用 PE 估值法对携程、美团及同程进行估值对比。其中，美团由于业务众多，因此 PE 估值难免有些偏差，但其到店、旅游及酒店业务贡献利润较大，因此数据仍能作为参考，我们预计同程 2023-2025 年 PE 分别为 31x、22x 及 17x，公司估值均低于可比公司均值，具备估值优势。

表10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
9961.HK	携程集团-S	262.20	11.28	12.81	14.20	23	20	18
3690.HK	美团-W	117.12	1.89	3.88	6.87	62	30	17
平均值						43	25	18
0780.HK	同程旅行	16.01	0.55	0.78	1.02	31	22	17

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 07 月 12 日；股价单位为人民币元；汇率 1HKD=0.9200RMB；

5.3 投资建议

同程背靠股东优势，腾讯及携程分别提供流量和资源支持。随着 23 年疫情放开，旅游大环境复苏强劲，公司迎来业绩恢复契机。同时，同程定位下沉市场，具有可观的增长空间，叠加通过收并购布局出境游的增长预期，未来公司业绩预计将进一步释放。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.41 亿元、17.53 亿元及 22.85 亿元，对应 PE 分别为 31x、22x 及 17x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争风险：行业发展瞬息万变，由于内容平台抖音、快手及小红书的入局，未来变数较大，仍有一定风险。

2) 政策风险：目前出境游等由于受签证限制、航班限制等因素仍无法完全复苏，若由于国际形势变化导致更严重的约束，则会产生一定的风险性。

3) 下沉市场拓展不及预期：下沉市场空间巨大，但目前以美团为首的互联网平台虎视眈眈，都希望能在下沉市场分一杯羹，竞争较激烈。

4) 股东变更风险：同程股东腾讯提供了大部分的流量来源及携程提供了较多的资源存量，若未来腾讯及携程与同程不再合作，将可能产生一定的影响。

5) 宏观经济恢复不达预期风险：宏观经济及消费信心可能受国际经济环境较差或国内政策刺激不足等因素影响恢复较慢，将对同程未来发展产生消极影响。

6) 收并购整合不达预期：同程收购了包括旅行社及科技公司在内的相关旅游支持公司，若收购标的整合不到位，同程对于下沉市场的布局和出境游的布局都将受到影响，从而干扰未来业绩表现。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,592	10,998	13,656	15,996
营业成本	1,807	2,650	3,305	3,735
销售费用	2,801	4,262	5,179	6,036
管理费用	701	763	844	946
财务费用	82	119	138	108
营业利润	-241	1,482	2,093	2,728
利润总额	-117	1,482	2,093	2,728
所得税	46	237	345	450
净利润	-164	1,245	1,748	2,728
少数股东权益	-18	4	-5	-7
归属于母公司净利润	-146	1,241	1,753	2,285
EBITDA	709	2,722	3,357	3,977
EPS (元)	-0.07	0.55	0.78	1.02

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,384	14,641	17,589	22,375
现金	3,547	6,538	8,606	11,726
应收账款	888	1,688	1,474	2,251
存货	0	0.00	0.00	0.00
其他	5,949	6,415	7,510	8,398
非流动资产	14,651	14,763	14,864	14,955
固定资产	1,598	1,629	1,656	1,680
无形资产	8,677	8,760	8,834	8,900
其他	4,375	4,375	4,375	4,375
资产合计	25,035	29,404	32,453	37,330
流动负债	6,117	9,241	10,542	13,141
短期借款	443	608	800	1,006
应付账款	2,522	4,224	4,066	5,413
其他	3,152	4,410	5,676	6,721
非流动负债	2,928	2,928	2,928	2,928
长期借款	1,858	1,858	1,858	1,858
其他	1,070	1,070	1,070	1,070
负债合计	9,044	12,169	13,470	16,069
少数股东权益	258	262	257	250
股本	8	8	8	8
留存收益和资本公积	15,724	16,965	18,719	21,003
归属母公司股东权益	15,732	16,973	18,726	21,011
负债和股东权益	25,035	29,404	32,453	37,330

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.54%	66.83%	24.18%	17.13%
营业利润增长率	-139.81%	-715.13%	41.28%	30.31%
归母净利润增长率	-120.18%	950.13%	41.24%	30.31%
盈利能力 (%)				
毛利率	72.56%	75.33%	75.56%	76.30%
净利润率	-2.22%	11.56%	12.97%	14.50%
ROE	-0.93%	7.31%	9.36%	10.87%
ROIC	-1.00%	6.97%	8.71%	9.93%
偿债能力				
资产负债率	36.13%	41.39%	41.51%	43.05%
净负债比率	-7.79%	-23.63%	-31.33%	-41.68%
流动比率	1.70	1.58	1.67	1.70
速动比率	1.68	1.57	1.65	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.40	0.44	0.46
应收账款周转率	8.45	8.34	8.55	8.46
应付账款周转率	0.76	0.79	0.80	0.79

每股指标 (元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益	-0.07	0.55	0.78	1.02
每股经营现金	0.13	1.88	1.49	1.96
每股净资产	7.02	7.57	8.35	9.37
估值比率				
P/E	/	31	22	17
P/B	2.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	57.55	12.84	9.85	7.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-146	1,241	1,753	2,285
折旧和摊销	840	1,088	1,099	1,109
营运资金变动	-374	1,883	498	1,008
经营活动现金流	302	4,216	3,344	4,395
资本开支	-533	-1,200	-1,200	-1,200
投资	136	0	0	0
投资活动现金流	-397	-1,200	-1,200	-1,200
股权募资	100	0	0	0
债务募资	2,188	165	192	206
筹资活动现金流	1,535	-25	-76	-74
现金净流量	1,501	2,991	2,068	3,120

插图目录

图 1: 同程业务链.....	3
图 2: 2021 年中国在线旅游市场格局 (GMV)	4
图 3: 2018-2022 同程非一线城市用户占比.....	4
图 4: 2015 年中国在线度假周边游市场份额.....	5
图 5: 2015 年中国在线度假国内游市场份额.....	5
图 6: 同程旅行发展历程.....	6
图 7: 同程股权结构图.....	6
图 8: 2019-2022 年收取自携程及腾讯的佣金及其他服务收入 (亿元)	7
图 9: 2019-2022 年向携程及腾讯支付的佣金、结算及其他服务费 (亿元)	7
图 10: 2018-2022 年同程营业收入 (亿元) 及其 yoy.....	9
图 11: 2018-2022 年同程归母净利润 (亿元) 及其 yoy.....	9
图 12: 2019Q1-2023Q1 营业收入 (亿元) 及其 yoy.....	9
图 13: 2019Q1-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及其 yoy	9
图 14: 2018-2023Q1 年同程分业务营业收入 (亿元)	10
图 15: 2019-2023Q1 年同程分业务营收增速.....	10
图 16: 2018-2023Q1 年同程分业务营收占比.....	11
图 17: 同程商旅服务案例.....	11
图 18: 2018-2023Q1 年同程资产负债率及流动比率.....	11
图 19: 2018-2022 同程长期借款及短期借款 (亿元)	11
图 20: 2018-2023Q1 年同程 GMV(亿元)及其 yoy.....	12
图 21: 2018-2023Q1 年同程 MAU 及 MPU (亿人)	12
图 22: 2004-2009 年携程归母净利润 (亿元) 及其 yoy.....	14
图 23: 2004-2009 年携程分业务营收占比	14
图 24: 中国在线旅游行业发展历程	14
图 25: 2015-2021 年在线旅游交易额 (万亿) 及其 yoy.....	15
图 26: 2017Q1-2023Q1 在线旅游预订交易额 (亿元) 及其 yoy.....	15
图 27: 在线旅游产业链.....	16
图 28: 2016 年-2022E 中国在线住宿、出行及度假市场占比.....	16
图 29: 2017-2022E 中国在线住宿、出行及度假市场营收增速对比	16
图 30: 2016-2020 年中国在线住宿市场交易规模 (亿元) 及其 yoy.....	17
图 31: 2019-2022 年中国酒店连锁化率.....	17
图 32: 2017-2022 年华住系酒店直销及分销占比.....	18
图 33: 2015 年-2019 年住宿市场格局变化	19
图 34: 2017-2021 年美团酒店间夜量 (亿) 及其 yoy.....	19
图 35: 2016-2020 年在线出行市场规模 (亿元)	20
图 36: 2014-2022 年分交通形式客运量占比	20
图 37: 2017-2022 年中国渡船旅游市场规模 (亿元)	21
图 38: 2017-2022 年中国巴士旅游市场规模 (亿元)	21
图 39: 2017-2022 年全球巴士票市场分线上线下营收 (亿美元)	21
图 40: 2011-2020 年中国互联网渗透率.....	21
图 41: 水路旅游及巴士旅游增量空间 (亿元)	22
图 42: 2014-2016 年中国四大航空公司代理费率.....	23
图 43: 2022 年中国在线旅游产品预订占比	23
图 44: 中国前十大用户最常使用机票预订平台比例	23
图 45: 2020 年-2022 年分季度用户使用携程比例.....	23
图 46: 2016-2020 年中国在线度假市场交易规模 (亿元)	24
图 47: 2023 年 Q1 部分景区接待游客数同比增长	24
图 48: 2014-2021 年露营经济市场规模 (亿元)	24
图 49: 2013-2022 年出境游花费规模 (亿元)	24
图 50: 中游产业链端盈利模式.....	25
图 51: OTA 主要盈利模式.....	26
图 52: 内容平台盈利模式	27
图 53: 2000-2022 年国内旅游花费 (万亿元)	28
图 54: 2019Q1-2023Q1 国内旅游花费 (万亿元)	28

图 55:	2000-2022 年国内旅游人数 (亿人)	28
图 56:	2019Q1-2023Q1 国内旅游人数 (亿人)	28
图 57:	2019Q1-2023Q1 中国在线旅游预订平台月活用户规模 (亿)	29
图 58:	2017Q1-2023Q1 旅游预订线上渗透率	29
图 59:	2019Q1-2023Q1 中国在线旅游用户城市等级分布	29
图 60:	2023 年 2 月携程、美团及同程用户年龄层分布	30
图 61:	2021 年分年龄段在线旅游用户不同旅游预订渠道 APP 安装覆盖率	30
图 62:	2022 年不同世代人群在各领域的年消费金额	30
图 63:	2022 年不同世代人群未来消费金额计划增加的领域	30
图 64:	2018-2022 年腾讯微信及 wechat 月活跃账户数 (亿计) 及其 yoy	32
图 65:	2018-2022 年同程月活跃用户来源于腾讯微信小程序占比	32
图 66:	2018-2022 年携程旅游资源销售框架协议下集团向携程支付相关服务费及系统维护费 (亿元)	33
图 67:	2018-2022 年携程旅游资源供应框架协议交易金额 (亿元)	33
图 68:	2018-2022 年同程非一线城市用户占比	33
图 69:	2018-2022 年同程微信平台新付费用户来自于三线及以下城市占比	33
图 70:	米天下业务概况	34
图 71:	2018-2022 年买断旅游相关产品成本 (亿元) 及其 yoy	35
图 72:	2018-2022 年买断旅游相关产品成本占总销售成本比例	35
图 73:	同程旅业发展历史	35
图 74:	2018-2022 同程研发费用 (亿元) 及其 yoy	38
图 75:	2018-2022 同程研发费用 (亿元) 占营业收入比重	38
图 76:	2022 年全国在线旅游消费评级	40
图 77:	同程、携程、美团及飞猪特点分布图	41
图 78:	2018-2022 年美团、携程、同程及途牛营收 (亿元) 对比	42
图 79:	2018-2022 年美团、携程、同程及途牛毛利率对比	42
图 80:	2018-2022 年携程、同程及途牛扣非归母净利润 (亿元) 对比	42
图 81:	2018-2022 年携程、同程及途牛扣非归母净利润增速对比	42
图 82:	2018-2022 年美团、携程、同程及途牛资产负债率	43
图 83:	2018-2022 年美团、携程、同程及途牛流动比率	43
图 84:	2018-2022 年美团、携程、同程及途牛研发费用 (亿元) 对比	43
图 85:	2018-2022 年美团、携程、同程及途牛研发费用率	43
图 86:	2023 年 1 月同程、携程、飞猪、美团及美团民宿全景流量规模 (亿) 及其 yoy	44
图 87:	2023 年 1 月同程、携程、飞猪、美团及美团民宿全景流量来源占比	44
图 88:	2018-2022 年同程、携程、美团及途牛销售费用率	44
图 89:	2018-2022 年同程、携程、美团及途牛广告推广费用占营收比重	44
图 90:	2023 年 2 月用户最常使用机票及酒店预订平台	45
图 91:	2019 年主流在线酒店预订用户粘性	45
图 92:	同程与美团下沉市场定位区别	46

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 部分高管情况	8
表 2: 在线住宿市场细分品类特点	18
表 3: 同程旗下酒管公司情况	36
表 4: 同程旗下赋能平台情况	37
表 5: 相关智能化服务手段	39
表 6: 相关创意营销项目	39
表 7: 乡村振兴项目	40
表 8: 同程旅行业务拆分表	48
表 9: 同程旅行费用预测表	48
表 10: 可比公司 PE 数据对比	49
公司财务报表数据预测汇总	51

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026