

## 资源布局+服务优势，以高品质迈向全球化

2023年11月28日

➤ **国内&出境游有序恢复，携程稳步复苏。** 1) 国内旅游已经恢复至 2019 年水平：2023 年中秋&国庆假期，国内旅游人次已恢复至 2019 年同期的 104.1%，国内旅游收入已恢复至 2019 年同期的 101.5%。2) 出境游恢复渐进推进：目前出境团队游已恢复至 138 个国家，供给瓶颈主要在出境航班，目前恢复至 2019 年六成水平。3) 携程是国内 OTA 行业龙头，国内&国际旅游市场恢复带动携程业绩修复，23Q1/23Q2/23Q3 营收较 2019 年同期恢复率为 113%/129%/131%。

➤ **携程持续布局海外旅游资源，海外供应链优势领衔国内。** OTA 平台具备双边网络效应，我们认为取得竞争优势的关键除了价格之外，还在于以丰富的旅游供应链资源提供多样化的产品和服务，从而增强高质量用户的留存，反之吸引和巩固高质量供应商，从而积累品牌及口碑。国内 OTA 平台中携程凭借最深厚的海外供应链基础，提供最为完整的出境游品类和最丰富的产品选择。我们认为供应链资源的积累非一日之功，其他竞争者难以快速切入，而携程在供应链端的优势有望维持，并不断扩展资源的深度和广度。

➤ **携程在国人出境游有优势，并发展迈向国际化。** 我们认为，1) 出国旅行仍是携程未来最大的长期逻辑之一：相比国内平台，携程有着丰富的海外供应链资源；而相比于 Booking 等国际平台，携程在客服沟通、界面操作等更符合国人操作习惯，其重服务模式有效解决国人出境旅游痛点。国内出境游渗透提升空间大，出国旅行业务仍有大发展潜力。2) 国内 OTA 竞争激烈&抽佣率低，携程的整体抽佣率（4%-5%）与 Booking、Expedia 等国际巨头（10%以上）仍有差距，国际化发展是实现长期成长，并打开盈利能力的重要方向。目前携程通过 Trip.com、Skyscanner 等平台拓展国际业务，2022 年 Skyscanner、Trip.com 均已进入全球 OTA 平台下载量 Top10，国际业务打开增量空间。

➤ **投资建议：** 我们认为，携程作为国内 OTA 龙头，品牌优势深厚，国内游业务基本盘稳固；国人出境游渗透提升空间大，在“供应链资源+服务优势下”国人出境仍是携程未来的长期逻辑之一，同时全球化布局也打开携程未来的发展空间。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 92.70 亿元、97.15 亿元、116.80 亿元，EPS 分别为 13.56 元、14.21 元、17.09 元，对应 11 月 24 日收盘价 PE 分别为 19 倍、18 倍、15 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 1) 旅游消费复苏不及预期风险；2) 外部竞争加剧风险；3) 行业政策变动风险；4) 佣金率下降风险；5) 重大负面事件冲击。

**推荐**

首次评级

当前价格：

279.60 港元

**分析师 易永坚**

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

**研究助理 李华熠**

执业证书：S0100123090003

邮箱：lihuayi@mszq.com

### 盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,039	44,344	51,006	57,865
增长率 (%)	0.1	121.3	15.0	13.4
净利润	1,403	9,270	9,715	11,680
增长率 (%)	355.1	560.7	4.8	20.2
EPS	2.05	13.56	14.21	17.09
P/E	123	19	18	15
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 11 月 24 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9180RMB)

# 目录

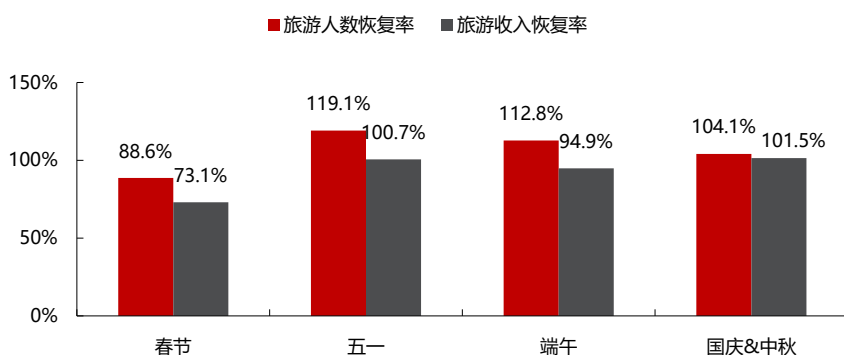
<b>1 国内&amp;出境游有序恢复，携程稳步复苏</b>	<b>3</b>
1.1 国内游全面恢复，出境游政策渐进有序推进	3
1.2 供给瓶颈平缓释放，目前出境航班恢复至 2019 年近六成	4
1.3 国内外旅游市场复苏带动携程业绩显著恢复	5
<b>2 携程海外供应链优势领衔国内</b>	<b>7</b>
2.1 从需求端来看，价格&供应链资源&服务决定用户选择	7
2.2 从供给端来看，产品服务多样化增强竞争优势	8
2.3 品类完善&产品多样的背后是供应链资源覆盖能力，携程领衔行业	10
<b>3 对标国际巨头，携程在国人出境游有优势，并发展迈向国际化</b>	<b>14</b>
3.1 国际化多品牌矩阵，完善出境游体验并迈向国际化	14
3.2 携程 GMV 已达全球领先地位，但国际竞争对手更为强势	14
3.3 国内出境游渗透率提升空间大，全球业务打开发展空间	20
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	23
4.2 估值分析	24
4.3 投资建议	24
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>
<b>插图目录</b>	<b>27</b>
<b>表格目录</b>	<b>27</b>

# 1 国内&出境游有序恢复，携程稳步复苏

## 1.1 国内游全面恢复，出境游政策渐进有序推进

目前国内游已经恢复至 2019 年水平。国内旅游稳步复苏，按可比口径，2023 年中秋&国庆假期，国内旅游人次达到 8.26 亿人次，已经恢复至 2019 年同期的 104.1%；国内旅游收入 7534.4 亿元，已经恢复至 2019 年同期的 101.5%，目前国内旅游已恢复至 2019 年水平。

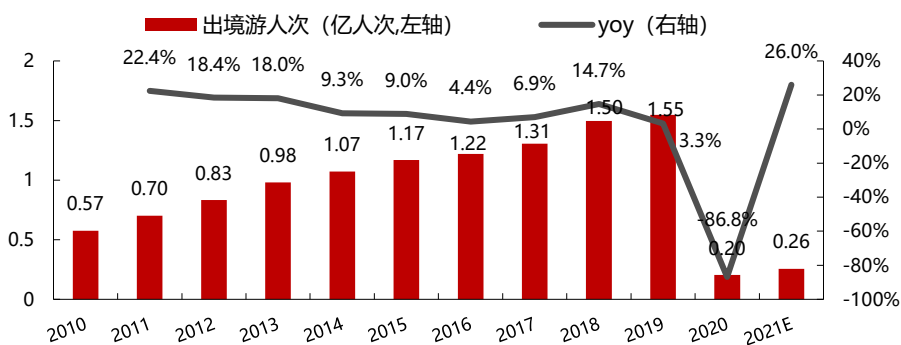
图1：2023 年以来节假日国内旅游&收入恢复情况（恢复率按可比口径）



资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

2019 年中国已是全球最大出境游国家，目前出境游恢复渐进推进。疫情前中国已连续多年保持世界第一大出境旅游客源国，据文旅部数据，2019 年中国出境游人数达 1.55 亿人次，但新冠疫情致出境游业务停滞长达三年。而国家卫健委宣布 2023 年 1 月 8 日起对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”以来，个人出境自由行开始恢复，随后文旅部也分别于自 2023 年 2 月 6 日、3 月 15 日及 8 月 10 日分批恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务，至此出境游国家恢复至 138 个，国内出境游复苏节奏稳步推进。

图2：2019 年中国出境游人数达 1.55 亿人次



资料来源：文化和旅游部，中国旅游研究院国际研究所，民生证券研究院

**表1：出境游政策渐进分批推进**

时间	类型	事项/恢复国家（地区）
2023年1月8日起	个人出境自由行开始恢复	对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”
2023年2月6日起	恢复中国香港/澳门入出境团队旅游和“机票+酒店”业务。	中国香港、中国澳门
2023年2月6日起	第一批出境游名单 20 个国家	泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷
2023年3月15日起	第二批出境游名单 40 个国家	尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马。
2023年8月10日起	第三批出境游名单 78 个国家	阿曼、巴基斯坦、巴林、韩国、卡塔尔、黎巴嫩、孟加拉国、缅甸、日本、土耳其、以色列、印度、阿尔及利亚、埃塞俄比亚、贝宁、博茨瓦纳、赤道几内亚、佛得角、加纳、喀麦隆、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、马里、摩洛哥、莫桑比克、塞舌尔、圣多美和普林西比、突尼斯、爱尔兰、爱沙尼亚、安道尔、奥地利、白俄罗斯、保加利亚、北马其顿、比利时、波黑、波兰、德国、芬兰、荷兰、黑山、捷克、拉脱维亚、立陶宛、列支敦士登、卢森堡、罗马尼亚、马耳他、摩纳哥、挪威、瑞典、塞浦路斯、斯洛伐克、英国、安提瓜和巴布达、巴巴多斯、格林纳达、哥斯达黎加、美国、墨西哥、特立尼达和多巴哥、牙买加、秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、圭亚那、苏里南、委内瑞拉、澳大利亚、巴布亚新几内亚、库克群岛、密克罗尼西亚联邦、北马里亚纳群岛联邦、法属波利尼西亚、法属新喀里多尼亚

资料来源：国家卫生健康委，文化和旅游部，民生证券研究院

## 1.2 供给瓶颈平缓释放，目前出境航班恢复至 2019 年近六成

目前国内—国际航班恢复至 2019 年六成左右，出入境人次（含港澳台）恢复至 2019 年超八成。国际航班、国际签证等供给侧的人力、设施存在短期约束，导致目前出境人数及航班恢复率依然有提升空间。据飞常准数据，截止今年中秋&国庆假期期间，国内—国际航班执行量仅恢复至 2019 年同期的 59%；据国家移民管理局数据，中秋&国庆假期期间查验出入境人员 1181.8 万人次（含港澳台），日均 147.7 万人次，是 2019 年同期的 85.1%；而 2023 年三季度，查验出入境人员 1.23 亿人次（含港澳台），达到 2019 年同期的 73%，出境游复苏进程推进平稳。

图3：2023 年中秋&国庆期间国际航班执行量仅恢复至 2019 年同期的 59%



资料来源：飞常准，民生证券研究院

表2：出入境人次逐步恢复

时间	复苏进程
2023 年春节期间 (2023.1.21-27)	查验出入境人员 287.7 万人次 (含港澳台)，较 22 年春节同期增长 120.5%，恢复至 2019 年同期的 23%。
五一假期 (2023.4.29-5.3)	查验出入境人员 626.5 万人次 (含港澳台)，日均 125.3 万人次，较去年“五一”同期增长约 2.2 倍，是 2019 年“五一”同期的 59.2%。
端午假期 (2023.6.22-6.24)	查验出入境人员 396.3 万人次 (含港澳台)，日均 132.1 万人次，较 22 年端午节增长约 2.3 倍，是 2019 年端午节的 64.6%。
2023 年上半年	查验出入境人员 1.68 亿人次 (含港澳台)，同比增长 169.6%，是 2019 年同期的 48.8%。
2023 年三季度	查验出入境人员 1.23 亿人次 (含港澳台)，同比增长 454.4%，达到 2019 年同期的 73%。
中秋国庆假期 (2023.9.29-10.6)	查验出入境人员 1181.8 万人次 (含港澳台)，日均 147.7 万人次，较去年同期增长约 2.9 倍，是 2019 年同期的 85.1%。

资料来源：国家移民管理局，民生证券研究院

### 1.3 国内外旅游市场复苏带动携程业绩显著恢复

携程作为国内 OTA 行业龙头，国内外旅游市场复苏带动业绩显著恢复。据携程财报数据，按 2019 年 Q2 口径数据，携程住宿部分的国际收入占 20%-25%，机票部分国际收入占 40%-45%，度假部分国际业务收入 (主要是出境游) 占据 40-50% 左右；整体来看国人出境占携程收入 20%-25%，纯国际 (包括 Skyscanner 和 Trip.com) 占携程收入 10%-15%，国际收入占比不低。据 QuestMobile 数据“携程+去哪儿” (携程集团) 国内月活合计远超第二名，据 Fastdata 数据，携程集团 2020-2021 年国内市占率第一。携程集团作为行业龙头，充分受益于国内&



国际旅游市场恢复带来的订单&业绩修复，节假日订单表现亮眼，23Q1/23Q2/23Q3 营收较 2019 年同期恢复率为 113%/129%/131%。

**表3：携程 2019 年 Q2 分业务国际市场贡献收入比例**

业务	2019Q2 国际业务收入占比
住宿	国际收入占 20%-25%
机票	国际收入占 40%-45%
度假	主要是出境游，占 40-50%
国人出境占总收入	20-25%
纯国际占总收入 (包括 skyscanner 和 Trip.com)	10%-15%

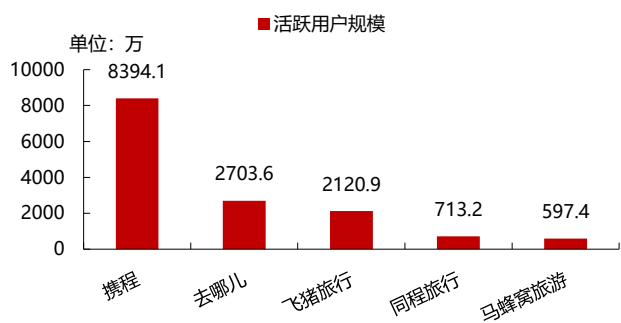
资料来源：携程财报会，民生证券研究院

**表4：2023 年五一及国庆携程订单表现**

携程五一订单表现	携程中秋&国庆订单表现
1) 跨省酒店预订占比超 7 成，国内景区门票票量同比增长 9 倍，较 2019 年五一增长超 2 倍。	1) 国内旅游订单同比增长近 2 倍，较“五一”增长 1 成；出境游同比增长 8 倍多。
2) 出境游订单同比增长近 7 倍，多地机票和酒店订单超疫情前水平。	2) “十一”假期首日出境订单倍，多地机票和酒店订单超较今年“五一”增长 54%，较去年“十一”首日增长 11 倍。

资料来源：携程黑板报，民生证券研究院

**图4：2023 年 3 月旅游服务类 APP 活跃用户 Top5**



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

**图5：“携程+去哪儿”国内用户规模领先**



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

**表5：2023 年以来携程业绩显著修复 (单位: 亿元)**

业绩指标	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
净收入(亿元)	81.64	86.91	104.76	83.35	47.31	31.59	54.62	49.64	41.08	58.9
较 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	58%	36%	52%	60%	50%	68%
营业利润(亿元)	8.85	13.33	22.42	5.8	-15.09	-6.88	7.9	-0.16	-7.87	3.26
业绩指标	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	
净收入(亿元)	53.44	46.81	41.09	40.11	68.92	50.27	91.98	112.47	137.4	
较 2019 恢复率(%)	51%	56%	50%	46%	66%	60%	113%	129%	131%	
营业利润(亿元)	-2.46	-7.04	-3.59	-1.67	8.54	-2.4	22.41	29.77	39.09	

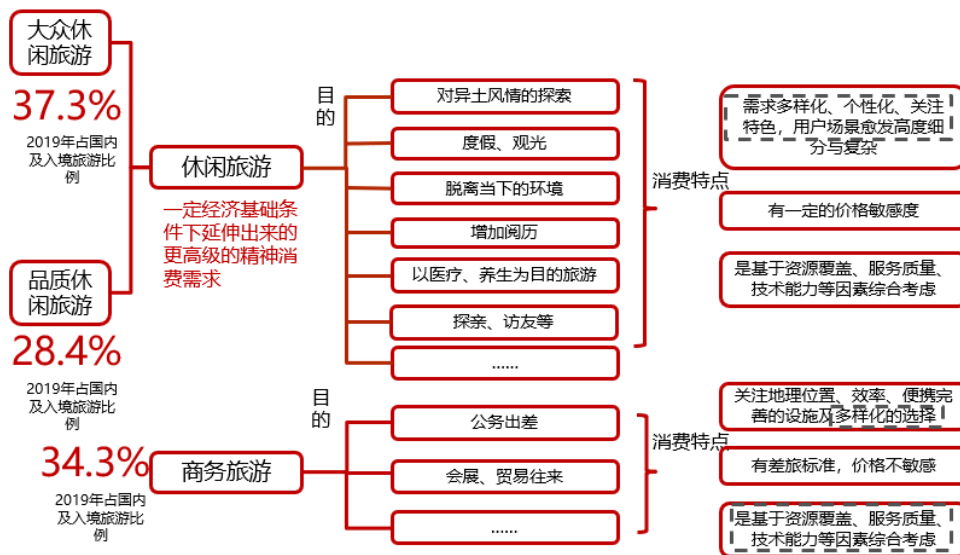
资料来源：公司公告 (注：恢复率指营收较 2019 年同期恢复率)，民生证券研究院

## 2 携程海外供应链优势领衔国内

### 2.1 从需求端来看, 价格&供应链资源&服务决定用户选择

从需求角度看, 价格&资源覆盖&服务体验成为影响用户选择 OTA 平台的关键因素。据易观数据 (转引自携程招股书), 2019 年国内旅游及入境旅游市场中, 休闲旅游占比 65.7%, 出于度假、观光目的, 休闲旅游的用户更加关注需求的多样化和个性化, 并具有一定的价格敏感度; 而商务旅游占比 34.3%, 更加关注完善的服务设施以及地理位置的便利性。综合来看, 休闲&商务旅游二者均将资源覆盖、服务体验等作为选择 OTA 平台的关键因素。据艾瑞咨询数据, 使用 OTA 平台时, 四至五成用户最关注特色化的资源产品以及优惠的价格 (图 7、图 8)。

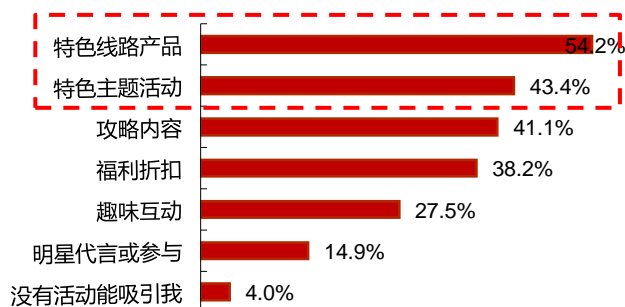
图6: 价格&资源覆盖&服务体验成为影响用户选择 OTA 平台的关键因素



资料来源: 易观, 携程招股书, 民生证券研究院绘制

图7: 特色化的资源及产品更容易获得用户关注

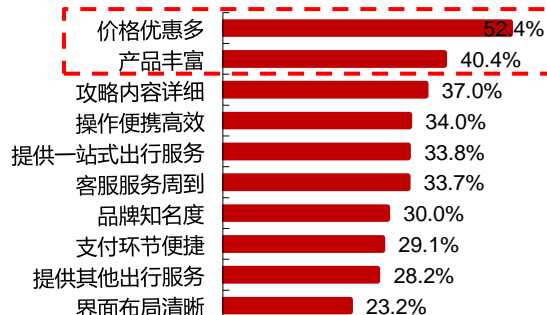
2019年中国游客对旅游类营销活动关注的因素



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图8: 产品丰富度和价格成为用户最关注的两大因素

2019年中国游客使用 OTA 平台的考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

## 2.2 从供给端来看，产品服务多样化增强竞争优势

**OTA 平台具有双边网络效应，依赖于需求侧与供给侧的相互促进：**供给端丰富的产品及服务往往会带来更多的高质量用户；高质量及数量的用户往往能够吸引更多高质量的供应商；而 OTA 平台也能够根据用户对平台的反馈不断优化并留存用户，并增强供应商对平台的依赖程度。

**供给侧多样化的产品服务是取得竞争优势的重要一环：**传统 OTA 平台以提供标准化的机票、酒店等产品为主；以盈利为目的的批发商往往在多个平台之间进行相同或者相似产品的销售，导致不同 OTA 平台产品出现同质化；因此，影响用户选择 OTA 平台的因素则主要聚焦在：1) 产品有足够的价格优势（否则消费者会保持原有的消费习惯，头部 OTA 品牌通过历史积累的客户基础及品牌声誉+更强的规模采购优势，强者恒强格局将持续保持）；2) 丰富的旅游资源，提供多样化的产品及一站式服务，留存住核心高频用户，而这需要更强的资源及产业链管控能力。

### 2.2.1 从品类端来看，携程出境游品类最完整

国内出境游 OTA 平台中，携程通过过往优质的客户积累及资源积累，目前出境游品类最为完整；飞猪背靠阿里，享受阿里生态用户数据及流量资源优势，但作为平台型 OTA，在售后服务等方面稍显弱势；美团在前端的引流和获客成本上具备优势，本地生活基础深厚但在旅游品类丰富度上相对有限。

**表6：国内 OTA 平台出境游相关产品服务覆盖对比**

	携程	飞猪	去哪儿	同程	途牛	美团
玩乐推荐	√	√	√	√	√	√
签证	√	√	√	√	√	
境外机票	√	√	√	√	√	
境外邮轮	√	√	√	√	√	
国际酒店	√	√	√	√	√	√
境外火车票	√	√	√			
境外租车	√	√	√			
境外接送机	√	√	√		√	
境外自由行	√	√	√	√	√	√
境外跟团游	√	√	√	√	√	√
境外定制游	√	√	√	√	√	
境外包车	√	√	√			
境外上网&电话	√	√	√	√	√	
境外客服	√	√	√	√	√	
翻译助手	√	√				
国际购物	√	√				
政策查询	√	√			√	
外币兑换	√					
全球紧急支援	√					

资料来源：携程、飞猪、去哪儿、同程、途牛、美团 APP，民生证券研究院（注：时间截至 2023 年 9 月 2 日，可能存在统计误差。）



## 2.2.2 从产品端来看，携程出境游产品更丰富

出境游作为更加中高端的出游方式，其需求往往具有个性化、多元化特点，携程相比于国内其他 OTA 平台，能够为用户提供更为多样化的产品选择。以 2023 年 9 月 25 日搜索“泰国/6 日/国庆出发/目的地参团”的结果为例（表 7），携程能够提供 1145 种旅游产品，其中包含 72 款自营产品（私家团等非同质化的、差异度高的产品），而同程/飞猪/途牛分别提供 132/227/20 种产品，且飞猪和途牛的产品均非自营产品。

图9：传统批发/资源渠道往往导致不同平台之间跟团游产品出现同质化/相似度高



资料来源：携程、途牛 APP，民生证券研究院

表7：对比国内 OTA 平台搜索结果，携程出境游选择更多（以泰国/希腊跟团游为例）

	品牌	产品数量	自营产品数量(占比)	备注
泰国游	携程	1145	72(6.29%)	自营产品以半自助游和私家团为主
	去哪儿	1245	0(0%)	包含部分半自助游
	飞猪	227	0(0%)	搜索结果来自淘宝主页
	同程	132	132(100%)	全部产品都是自营（新上产品）
	途牛	20	0(0%)	途牛目的地参团产品较少仅有 20 个；多为标准化的出发地参团产品，上海站 90 个搜索结果，代表周边小城市需要到上海参团才能有更多产品选择（下同）。
		94（上海出发）	0(0%)	
希腊游	携程	140	29(20.71%)	所有自营产品都是私家团
	去哪儿	237	0(0%)	绝大多数产品是私家团
	飞猪	108	0(0%)	存在部分 1~3 日短途游
	同程	3	3(100%)	全部产品都是自营（新上产品）
	途牛	5	0(0%)	
		3（上海出发）	0(0%)	

资料来源：携程、去哪儿、飞猪、同程、途牛 APP，民生证券研究院（注：此处以跟团游为例，选取：1）泰国目的地地参团，国庆出游，行程为 6 天的产品；2）希腊目的地参团，国庆出游的产品；3）搜索时间为 2023 年 9 月 25 日。可能存在统计误差。）

## 2.3 品类完善&产品多样的背后是供应链资源覆盖能力, 携

### 程领衔行业

品类的完善和产品的多样化是 OTA 平台资源覆盖能力的重要体现, 我们梳理了主要 OTA 平台海外资源的布局, 携程海外供应链资源最为丰富。

**表8: 携程海外资源布局梳理**

时间	资源布局
2011年8月	携程获得印尼“鹰航假期”品牌在华独家运营权。鹰航假期是鹰航集团下的度假品牌, 专注于设计印尼旅游度假产品, 服务高端旅游市。
2011年12月	携程与万豪进一步加强全球伙伴合作关系。
2010年2月	携程通过其全资子公司以 6.84 亿港元收购香港永安旅游 90% 股份。永安旅游是香港最著名的旅游品牌之一, 主要以香港为业务重心, 提供旅游, 出入境旅游, 机票预订, 酒店预订等一系列旅游相关服务。
2014年1月	战略投资 Tours4fun (途风网)。途风是 2006 年成立的美国老牌旅游电商, 目前正式成为携程旗下独立品牌, 提供北美本地全面的旅游度假、门票, 个性化旅游体验及全球精品度假产品。
2014年8月	Priceline 入股携程。Priceline(现更名 Booking)收购携程 10% 的股份后, 携程逐步打通 Booking 及 Agoda 酒店资源, 成为国际酒店库存最多的国内 OTA。
2015年1月	以 1 亿美元收购英国机票查询网站 Travelfusion。Travelfusion 为英国的低成本航空整合分销平台及对接技术提供商, 全球分销直连解决方案创新者。
2016年1月	以 1.8 亿美元投资印度 OTA MakeMyTrip。MakeMyTrip 成立于 2000 年, 是印度最大 OTA, 2010 年 8 月登陆美国纳斯达克。
2016年1月	在新加坡成立东南亚区域总部。
2016年8月	和全球最大的租车公司 Enterprise 集团达成战略合作协议, Enterprise 国际著名的租车品牌, 现已成为北美最大的租车品牌。
2016年9月	联手 Laox, 宣布“携程全球购会员服务中心”正式在日本最大免税连锁企业成立 Laox (乐购仕) 成立。
2016年10月	战略投资纵横集团、海鸥旅游。纵横集团、海鸥旅游为美国两大地接社, 携程与此二者及此前投资途风网共同签署战略合作协议, 四方完成美国市场的布局, 扩大美国市场服务范围并提升质量。
2017年6月	战略合作全球最大轮渡公司 Stena Line。Stena Line 是世界上最大的渡轮公司之一, 拥有欧洲最全面的航线网络之一。
2016年11月	以 17.4 亿美元收购 Skyscanner (天巡)。Skyscanner 为苏格兰航班搜索比价公司, 可搜索超过 1000 家航空公司的上百万条线路, 并快速实现比价。
2017年11月	旗下天巡收购 Trip.com 和 Twizoo。Trip.com 为美国旅行搜索网站, Twizoo 为英国社交点评网站。
2018年1月	携程美食林与在线餐饮预订平台 OpenTable 合作。OpenTable 是一家美国在线餐厅预订服务公司。
2018年4月	战略投资 Boom Supersonic。Boom Supersonic 为美国超音速飞机制造商。
2019年11月	与 TripAdvisor 达成战略合作。双方成立合资公司, 携程持股 60%, TripAdvisor 持股 40%, 双方共同投入资源和人力, 并在合资公司层面共享库存。
2019年8月	与 Naspers 完成换股交易, 成为 MakeMyTrip 最大股东。
截至 2020 年	在全球 200+ 个国家和地区有酒店的产品覆盖, 140 万+ 家合作酒店。
2021年11月	与温德姆深化全球战略合作。携程用户可通过平台探索温德姆酒店集团在全球的 9000 多家酒店, 涵盖从豪华型到经济型的 22 个酒店品牌。
2023年5月	与柬埔寨国家航空签署了战略合作备忘录。
2023年5月	携程全球购与 DFS 迪斐世开启战略合作。

资料来源: 携程黑板报, 携程官网, 民生证券研究院整理 (注: 时间截至 2023 年 10 月 30 日, 公开资料整理, 不完全统计。)

**表9：同程、途牛、飞猪、美团出境游资源布局梳理**

品牌	时间	资源布局
同程旅行	2015年10月	同程旅行 <b>并购了南通辉煌国际旅行社</b> 涉足台湾游市场。
	2015年12月	同程旅行 <b>收购上海美辰国际旅行社</b> ，美辰拥有出境游和入境游资质。
	2015年11月	同程旅行与 <b>日本第二大旅行社 HIS 在日本成立合资公司</b> ，直接布局当地旅游资源。
	2015年12月	同程旅行与 <b>韩国乐天观光股份公司达成战略合作,成立合资公司</b> ,致力于当地旅游资源的整合与采购。
	2015年12月	同程旅行与 <b>TripAdvisor (猫途鹰) 达成战略合作</b> ，双方发力境外游相关产品的中文点评服务。
	2016年2月	同程旅行与 <b>玩美假期共同在泰国成立一家合资公司</b> ,致力于当地旅游资源的采购和国人赴泰游的接待。
	2016年6月	<b>同程艺龙签约 Expedia、Booking、Agoda 三家国际在线预订平台</b> ，整合优质住宿库存。
	2018年2月	同程旅行与 <b>皇中国际签署战略合作协议</b> 。皇中国际主要提供境外航空旅游资源与金融服务资源，包括东欧、南亚及中东等地区。
	2018年10月	同程艺龙与 <b>亚洲航空签订战略合作协议</b> ，亚航航线网络覆盖东南亚、日韩、澳洲、新西兰、非洲等超过120个航点。
	2022年12月	<b>收购同程国际旅行社有限公司</b> ，同程国旅业务覆盖境内游、出境游、邮轮游、定制游、签证等产品品类。
2023年10月	<b>收购同程旅业 100%股权</b> 。同程旅业主要从事入境、国内和出境游等业务，旗下13家旅行社已在旅游市场有数十年经验。	
飞猪	2014年	<b>淘宝旅行完成对国际机票 B2B 平台上海 ASLAN (阿斯兰) 商旅服务有限公司及其属下的 B2C 网站“酷飞在线”的收购</b> 。
	2019年3月	上线购物频道，日本 LAOX 免税旗舰店、中国香港 FURLA 等免税店已宣布入驻。
	2023年1月	<b>与新加坡旅游活动票务平台 GlobalTix 达成合作</b>
	其他至今	1) 自营直采：如针对芬兰的“极光之旅”路线、南极专线等，从机票、酒店到景点均与当地服务商直接进行合作，直采还包括部分单体酒店的运营。 2) 海外目的地战略：分别与 <b>美国多家知名旅游集团、州旅游局，西澳大利亚旅游局，以及新加坡、芬兰、马来西亚等国家旅游局建立密切合作</b> 。 3) 此前入驻飞猪平台的有近30家国际航空公司，和大量国际酒店品牌，如 <b>天合联盟、美联航、全日空、万豪、希尔顿、香格里拉、迪士尼等顶级品牌</b> 。
	2023年6月	<b>飞猪与 Agoda 宣布深化合作</b> ，发力海外酒店供应链、全域数字化营销、酒店产品创新。
途牛	2015年3月	<b>收购浙江中山国际旅行社有限责任公司和天津市经典假期国际旅行社有限公司绝大多数股权</b> ，中山国旅和经典假期均持有台湾游牌照。
	2015年8月	<b>投资出境游及国内游批发商五洲行</b> ，业务涉及中东非、东南业务涉及中东非、东南亚、海岛、日韩、欧洲、美洲、澳新等地，并获得多数股权。
	2015年6月	<b>首家境外目的地服务中心在马尔代夫正式运营</b> 。
	2015年8月	<b>与北马经济走廊执行机构(NCIA)达成战略合作</b> 。
	2015年12月	<b>途牛巴厘岛服务中心正式运营</b> 。
	截止2016年	<b>途牛在马尔代夫、巴厘岛、曼谷、东京、大阪、巴黎等地成立了11家境外目的地服务中心</b> 。
美团	2016年10月	<b>成立海外住宿项目</b> ，多家海外知名酒店供应商达成合作，通过代理方式切入海外酒店资源。
	2017年10月	<b>Booking 投资美团 4.5 亿美元，并将旗下的 Agoda 海外酒店库存开放给美团</b> 。
	2023年10月	<b>Agoda 与美团宣布建立战略合作伙伴关系</b> ，此次合作将包括资源共享，包括酒店库存和各种其他酒店相关内容，例如照片、评论和设施。

资料来源：同程、飞猪、途牛、美团公众号及官网，同程旅行公告，美通社，中经咨询，民生证券研究院整理（注：时间截至2023年10月30日，公开资料整理，不完全统计。）



出境游产业链条长，涉及酒店、交通、景区、地接社、签证、批发商等众多环节。面对复杂的产业生态，从上文（表 8、表 9）OTA 出境游海外资源布局的角度来看，主要 OTA 平台采取了以下 5 种方式布局：

- 1) 并购、合资、入股海外旅游企业资源；
- 2) 与海外旅游局/当地旅游资源方/航司/酒店签订战略合作或分销关系，实现资源直采；
- 3) 与国际 OTA 平台战略合作，实现资源互换与对接；
- 4) 在海外设立区域总部，建立地推团队及当地服务团队，建立呼叫中心等；
- 5) 传统批发商、海外分销商资源。

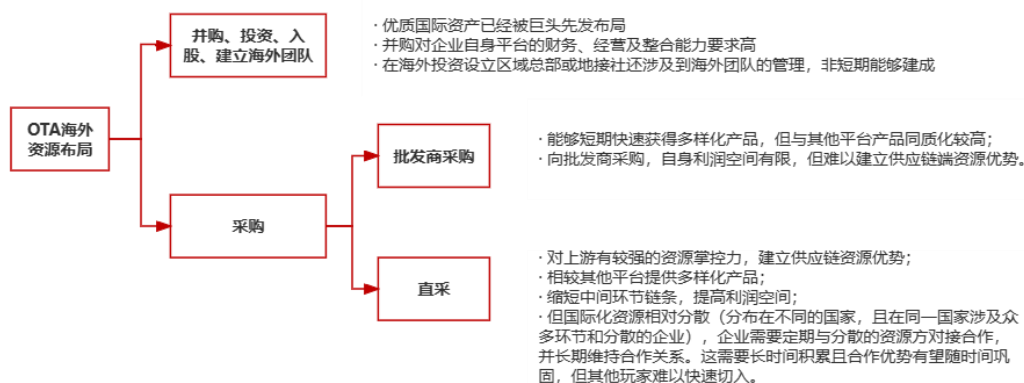
图10：出境游产业链条长，涉及酒店、交通、景区、地接社、签证、批发商等众多环节



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

我们认为，供应链资源积累绝非一日之功，其他玩家快速切入难度高，头部企业有望维持优势并持续拓宽资源深度及广度。1) 以并购、投资、入股、建立海外团队等方式布局资源来看：目前优质的国际资源已被巨头先发布局，且并购、海外投资设立区域对于企业的财务以及经营管理等能力提出了较高的要求。2) 采购布局海外资源来看：批发商采购虽能在短期内实现产品多样化，但产品同质化较高，且自身利润空间被压缩，难以真正培养供应链端的资源优势；而直采需要企业与分散的国际化资源方维持长期的合作关系，需要企业自身的长时间积累且合作优势有望随时间巩固，其他玩家难以在短期内快速切入。

图11: OTA 海外资源布局



资料来源：民生证券研究院绘制



## 3 对标国际巨头，携程在国人出境游有优势，并发展迈向国际化

### 3.1 国际化多品牌矩阵，完善出境游体验并迈向国际化

历经 20 余年发展，携程目前已成为国际化的多品牌矩阵集团。集团通过“携程”和“去哪儿”在中国市场占据龙头地位。旗下 Trip.com 目前侧重海外市场（主要面向亚太用户），2022H1 进入全球 OTA 下载量 Top10。旗下“Skyscanner 天巡”为全球机票比价直连平台，客户群主要集中在欧美等西方国家市场。携程也在 2019 年 8 月 30 日成为印度领先 OTA 公司“MakeMyTrip”的最大股东。携程集团于 2019 年 10 月，将英文名改为 Trip.com Group，并提出 2G 战略，即 Great Quality（高品质）和 Globalization（全球化），在国内互联网用户增量放缓，美团、抖音、小红书等纷纷入局的背景下，国际化是打开利润空间并实现长期成长的重要举措。

图12：携程旗下主要 OTA 品牌

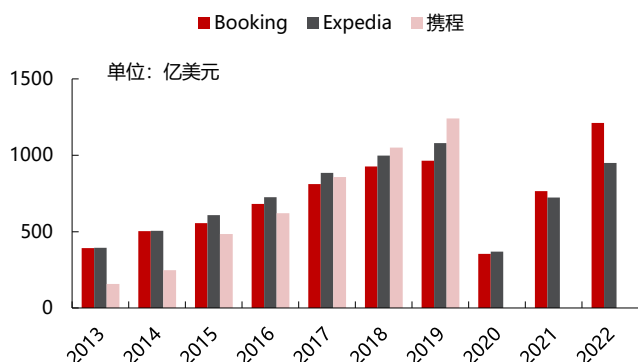


资料来源：携程黑板报，Fastdata，Apptopia，skyscanner 官网，Make my Trip Investor Presentation，Bloomberg，Wind，民生证券研究院

### 3.2 携程 GMV 已达全球领先地位，但国际竞争对手更为强势

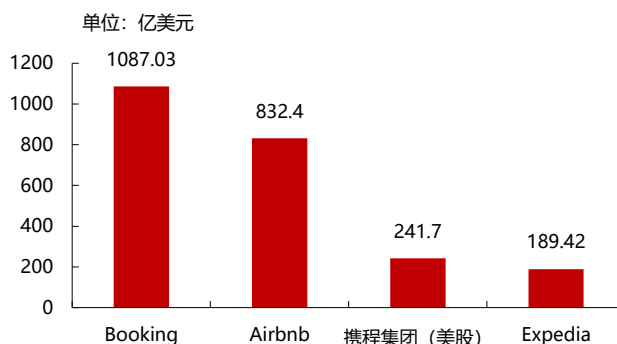
尽管携程的 GMV 已经在 2018 年超过 Booking，处于全球领先地位，但在国际化的竞争环境下，携程还面临更强势的竞争对手。无论是市值、营收、利润，携程远不及国际巨头 Booking；而市值与携程较为接近的 Expedia 在营收及利润方面也优于携程。

图13: Booking、Expedia、携程 GMV 对比



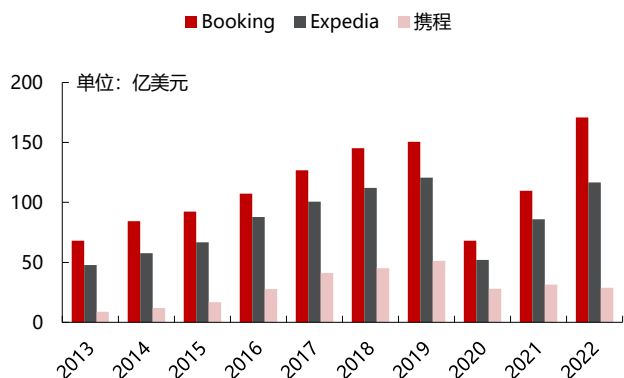
资料来源: 公司公告, 携程财报会, 民生证券研究院 (注: 携程 GMV 根据财报会披露数据按当年汇率换算为美元。)

图14: 主要国际 OTA 平台市值对比



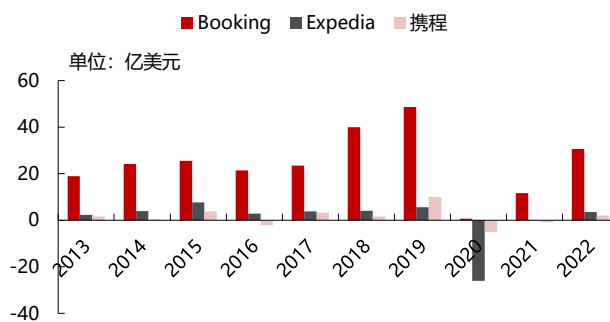
资料来源: Wind, 民生证券研究院 (截至 2023 年 11 月 24 日收盘价。)

图15: Booking、Expedia、携程营收对比



资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院

图16: Booking、Expedia、携程净利润对比



资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院

### 3.2.1 资源端上, 国际巨头产业链完善, 短期难以超越

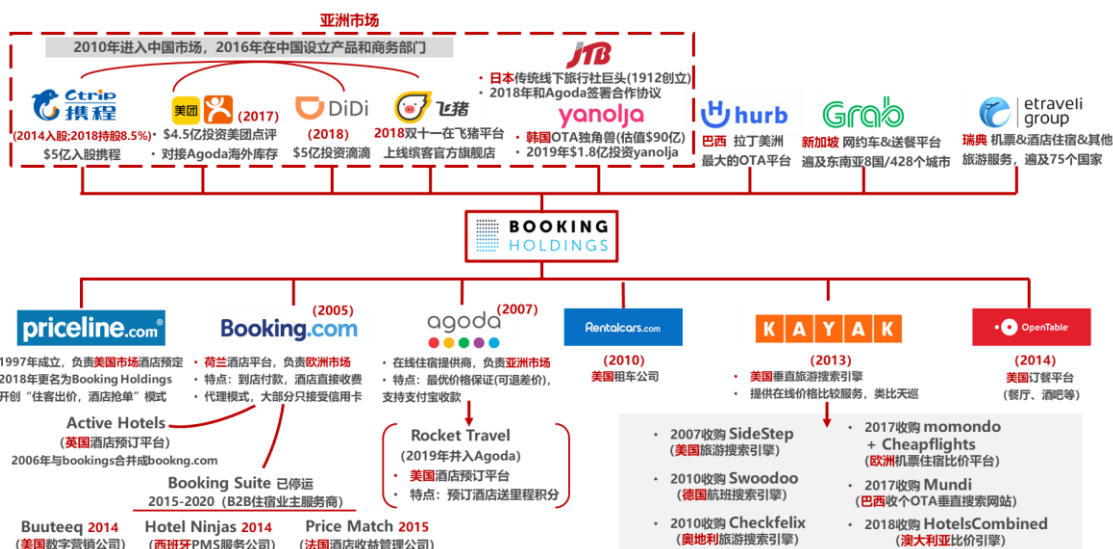
国际巨头 Booking、Expedia 等通过投资并购等方式实现了国际资源的广泛覆盖, 包含酒店、机票、租车、豪华游轮、目的地旅游服务、商旅服务及旅游媒体及广告服务。尽管携程早在 2011 年开始以并购的方式逐步布局出境游资源, 并在国内领先, 但在国际市场, 短期内携程仍难以达到国际 OTA 巨头的资源积累及品牌积累, Booking 已经实现了 220+ 国家和地区的旅游资源覆盖, Expedia 也实现了 70+ 国家旅游资源覆盖。

图17: 携程、Booking、Expedia 覆盖资源对比



资料来源: 携程、Booking、Expedia 官网及财报、携程黑板报、民生证券研究院 (Booking、Expedia 统计截至 23Q3)

图18: Booking 国际化布局-并购公司一览



资料来源: 携程官网, 携程、Booking、Expedia 等公司财报, Bloomberg, Crunchbase, Skift, Dealroom, 民生证券研究院

图19: Expedia 国际化布局-并购公司一览

赛道类型	交易时间	投资/并购标的	地区	数量
OTA	2003	Hotwire	美国	7
	2008	Travel Guru	印度	
	2011	艺龙股份 (2015已售出)	中国	
	2014	Wotif	澳大利亚	
	2015	Travelocity	美国	
	2015	Orbitz Worldwide	美国	
交通	2017	Traveloka	印尼	4
	2008	CarRentals	美国	
	2014	Auto Escape Group	法国	
住宿	2015	AAE Travel	新加坡	4
	2017	SilverRail	英国	
	2003	Hotels.com	美国	
另类住宿	2015	HomeAway	美国	4
	2019	CanadaStays	加拿大	
旅行搜索及社区	2015	Vrbo (度假租赁)	美国	3
	2005	TripAdvisor	美国	
商旅方案供应商	2009	酷讯网	中国	3
	2012	Trivago	德国	
	2011	TravelDoo	北欧	
	2012	VIA Travel	美国	3
	2015	Egencia	美国	

资料来源: 公司官网, 公司财报, Bloomberg, Crunchbase, 民生证券研究院



### 3.2.2 用户端 Booking 等巨头仍稳居前列，Trip.com 影响力初显

Booking、Expedia 在国际市场地位稳固，Trip.com 影响力初显。据品牌应用数据公司 Apptopia 数据，2022 年全球 OTA 平台中，Booking、Airbnb、及 Expedia 稳居前三；但携程品牌力初显，其国际平台 Skyscanner、Trip.com 进入全球 OTA 平台下载 Top10。同时，携程在成立 20 周年之际首次对外发布用户报告，其集团品牌用户超过 4 亿，截至 2019 年 9 月，携程集团海外用户数量已超过 1 亿，主要来自日本、韩国、美国、新加坡、英国等国。

图20：2022 年全球 OTA 平台下载量排行，Skyscanner、Trip.com 进入前十

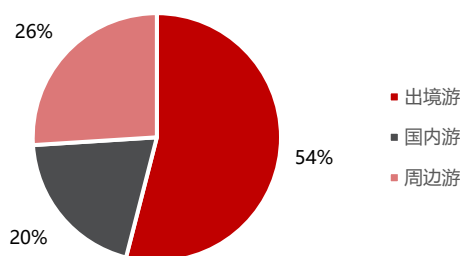


资料来源：Apptopia，民生证券研究院

### 3.2.3 国人出境领域，携程优势领先

目前携程本土化程度高，纯国际业务占比低，国人出境游短期仍是国际化的重要战略组成部分。2019年Q2携程纯国际占总收入(包括Skyscanner和Trip.com)仅占收入的 10-15%，国人出境占 20-25% (表 3)，可见携程海外业务目前受众群体仍以国人出境为主。据易观数据，在未受到疫情影响的 2018 年，出境游占中国在线旅游市场份额超五成，我们认为国人出境仍是未来携程国际化的重要战略组成部分，且携程在国人出境上有优势，主要体现在 1) 价格上无劣势；2) 重服务模式解决国人出境游痛点。

图21：2018 年中国在线度假市场交易结构



资料来源：易观，民生证券研究院

1) 国人出境选择上，国外 OTA 平台没有明显的价格优势。OTA 平台往往会面临产品同质化的困境，所以打造价格优势或提供差异化的产品和服务是关键。价格方面，相比国内 OTA 平台，Booking 并不存在明显的价格优势，以新加坡、伦敦、悉尼的三家酒店为例，Booking 的价格比绝大多数国内的 OTA 平台高 100 元左右，去哪儿更是存在较大的价格优势。在提供海外酒店产品方面，携程的竞争优势还体现在购买取消险的服务上，为用户提供了额外的保障和灵活性，一定程度上消除了用户对于取消预订可能带来的不便和损失的担忧。

表10：各 APP 海外酒店价格对比

酒店	平台	无早餐价格 (含税)	是否支持退款	其他服务
新加坡皇后酒店 (行政房双床)	携程	1883	不支持, 可购取消险	均有免费停车场、室外泳池、休息区等
	Booking	2048	不支持	
	同程	1974	不支持	
	飞猪	1955	不支持, 可购取消险	
	美团	1971	不支持 (通过 Agoda 预订)	
	途牛	1893	不支持	
伦敦公园路喜来登大酒店 (豪华大床房)	去哪儿	1680	不支持	提供设施服务一致
	携程	4648	不支持, 可购取消险	
	Booking	4651	不支持	
	同程	4369	不支持	
	飞猪	4440	不支持, 可购取消险	
	美团	4252	不支持	
悉尼港环形码头万豪酒店 (豪华双床房)	途牛	4615	——	提供设施服务一致
	去哪儿	4281	不支持	
	携程	1724	不支持, 可购取消险	
	Booking	1725	不支持	
	同程	1570	不支持	
	飞猪	1648	不支持, 可购取消险	
	美团	1589	不支持 (通过 Agoda 预订)	
	途牛	暂不可定	——	
	去哪儿	1438	不支持	

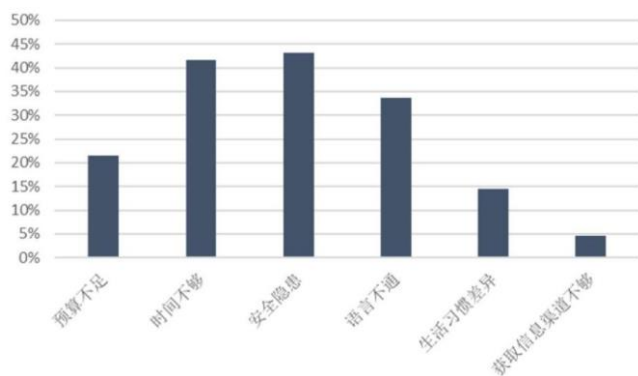
资料来源：携程、Booking、同程、飞猪、美团、途牛、去哪儿 APP，民生证券研究院（统计日期：2023 年 9 月 5 日。）

2) 服务本土化有效解决国人出境旅游痛点。据中国旅游研究院发布的《中国出境旅游发展年度报告 2022-2023》，影响国人出境的主要因素包括安全隐患、时间不够、语言不通等原因。与国外的 OTA 平台相比，国内 OTA 在客服沟通、界面操作等方面更符合国人操作习惯，满足国人的服务需求。

Booking 主要通过邮件&电话两种方式联系人工客服：1) 邮件沟通：客服会通过邮箱与顾客联系，效率相对较低。2) 电话沟通：默认英文客服，可选择中文客服。在开发票方面，Booking 没有直接的开发票入口，需要联系客服或者入住后要求酒店提供。



图22：影响国人出境游的主要因素



资料来源：中国旅游研究院，民生证券研究院

图23：Booking APP 操作界面



资料来源：Booking APP，民生证券研究院

携程主要通过智能客服&电话两种方式联系客服：1) 在线咨询：目前主要为智能客服，解决顾客常规化及简单问题。2) 电话沟通：对于国内客户，主要提供中文服务，且沟通和响应速度快，解决效率较高，客服全程追踪直到问题解决。在开发票方面，携程的预订界面直接可以开票，直接在线提交发票信息，获取电子发票。

图24：携程 APP 操作界面



资料来源：携程 APP，民生证券研究院

此外，携程还推出了 SOS 紧急支援服务，并且拥有世界最大的旅游业呼叫中心提供 7\*24 小时中文服务、中英双语入住凭证等服务，重服务模式有效解决国人出境游后顾之忧；以境外打车为例，携程境外打车提供 24 小时中文客服、人民币在线支付、同时提供与司机中文沟通自动翻译。旅游服务存在“非标准”的特征，携程通过“服务本土化”完善服务体验，是在竞争中取得优势，并积累出一批核心

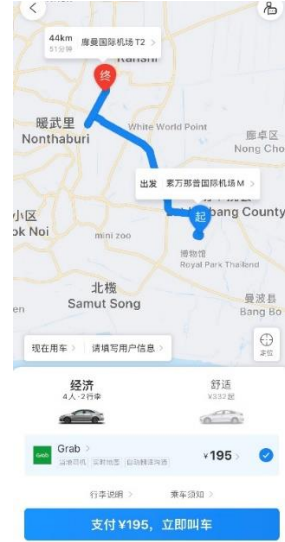
高质量用户的软实力之一。

图25: 携程 SOS 紧急支援服务界面



资料来源: 携程 APP, 民生证券研究院

图26: 携程境外打车可实现中文操作及人民币支付



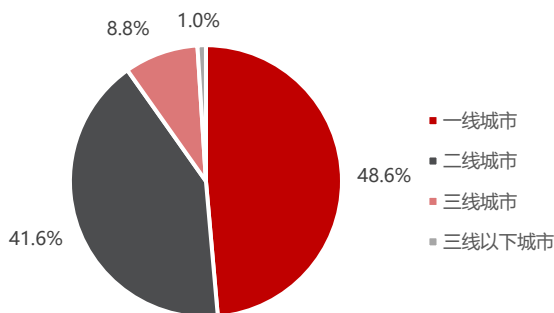
资料来源: 携程 APP, 民生证券研究院

### 3.3 国内出境游渗透率提升空间大, 全球业务打开发展空间

#### 3.3.1 出国旅行依然是携程未来最大的长期逻辑

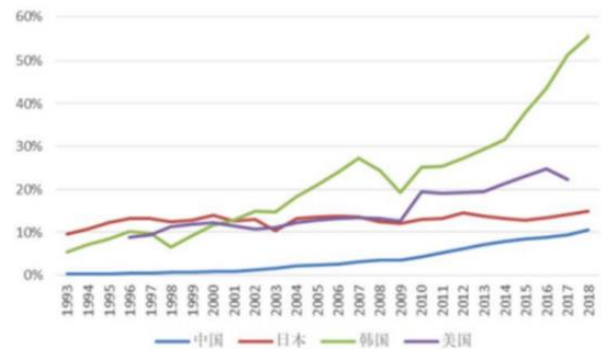
国内出境游未来发展空间大, 出国旅行依然是携程未来最大的长期逻辑之一。国家移民管理局数据显示, 截至 2019 年 9 月, 持有效普通护照的内地居民有 1.8 亿人, 相当于国内 87% 的人尚未进入出境游市场; 同时, 从已出境游人群分布来看, 据中国旅游研究院及艾媒咨询数据, 48.6%/41.6% 的人群仍然分布在一线/二线城市, 目前国人出境游渗透率对标美、日、韩等国家, 仍有提升空间。携程凭借其多年积累的服务壁垒和海外资源优势, 国人出国旅行仍是携程未来最大的长期逻辑之一。

图27: 国内出境游人群主要分布在一二线城市



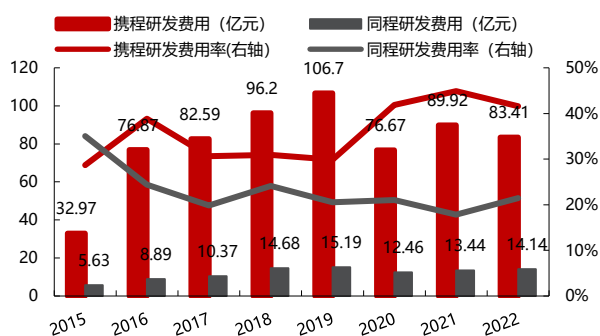
资料来源: 中国旅游研究院, 艾媒咨询, 民生证券研究院

图28: 对标美、日、韩等国家, 出境游渗透有提升空间

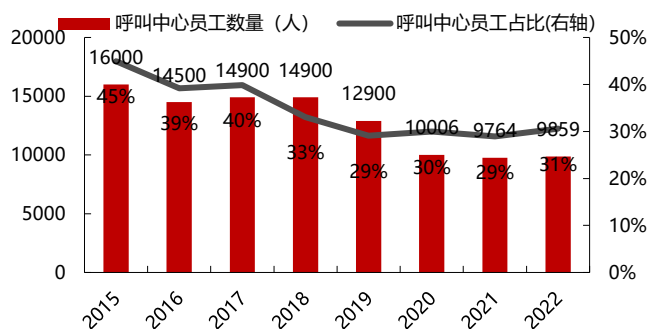


资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

我们认为,携程出境游的优势基于其供应链资源的丰富&重服务模式满足国人需求带来的良好消费体验&品牌积累,而重服务模式&良好消费体验基于研发&人员等投入,历史发展带来的规模优势也是其不断完善资源&服务壁垒的基础。携程在出境游提供优质服务的前提是:1)大量研发等投入为技术提供支持;2)差异化旅游服务需要人力及供应链开发等投入。携程的研发投入占收入比重较高(研发费用率 2021-22 年超 40%),主要在于公司致力于自研技术及开发供应链,例如投入大量资金自主研发呼叫中心技术,扩充一站式旅行产品,旅游垂类大模型研发等;同时携程拥有世界领先的旅游呼叫中心,拥有客服座席 1.2 万个,携程客服中心的人员数量占比高达三成。携程作为国内 OTA 龙头,收入端的市场份额优势为较高的研发及人力投入提供支撑,规模优势也是携程不断完善资源&服务壁垒的基础。

**图29: 携程研发投入及研发费用率较高**


资料来源: 携程财报, 同程财报, 民生证券研究院

**图30: 呼叫中心员工数量占总员工比例高达三成**


资料来源: 携程年报, 民生证券研究院

### 3.3.2 布局国际业务市场, 打开发展空间

**国内 OTA 竞争激烈&抽佣率低, 国际化打开发展空间。**国内 OTA 平台抽佣空间有限,携程的整体抽佣率(4%-5%)与 Booking、Expedia 等国际巨头(10%以上)仍有差距(详见图 31),国际化发展是实现长期成长,并打开国内业务环境下 OTA 平台抽佣空间的重要方向。

我们认为,国内 OTA 平台与 Booking、Expedia 佣金率差异较大主要在于业务结构&所在市场特征:

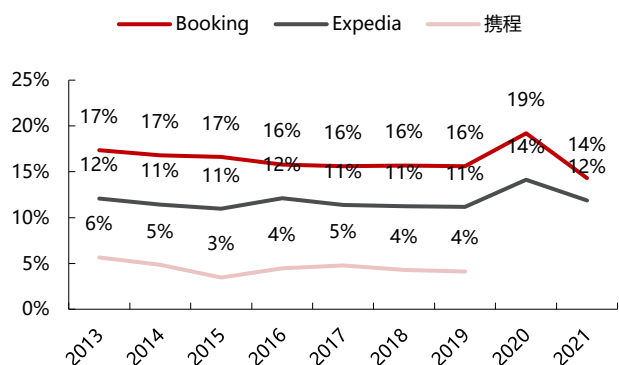
1) 业务结构: OTA 作为旅游服务中介,上游行业格局越分散,OTA 抽佣率越高。铁路航空行业格局更为集中,酒店行业格局相对更分散,因此酒店业务抽佣率更高。但交通业务往往具备引流效应,是交叉销售的重要流量来源。Booking 和 Expedia 酒店业务占比更高,业务结构更为优化: Booking 聚焦于酒店预订,2022 年住宿间夜量达到 8.96 亿,而机票预订量仅为 2300 万;2022 年 Expedia 的住宿业务贡献了 76% 的营收,而机票仅贡献了 3% 的营收。携程业务中交通票务占据大头,2022 年住宿业务贡献营收占比达 37%,而交通业务占 41%,拉低业务整体抽佣率。

2) 所在酒店市场特征: 1) Booking 率先布局全球化,收购 Booking.com、

Agoda.com 抢占潜力更大的欧洲、亚洲 OTA 酒店市场。欧洲酒店业务线上化率晚于美国、且酒店业较美国分散(据弗若斯特沙利文, 2019 年美国酒店连锁化率达 71.8%, 而欧洲仅为 38.6%), 因此国际业务占比更高的 Booking 比美国业务占比更高的 Expedia 有着更高的抽佣率。

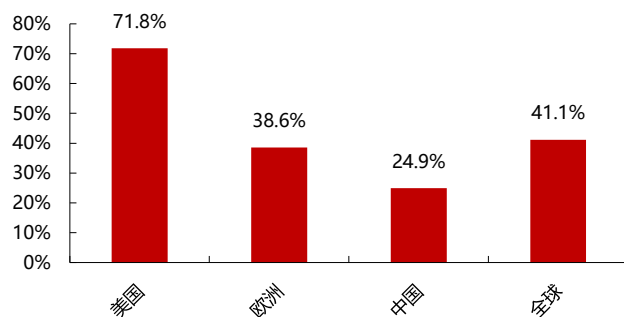
3) 所在市场交通业务环境: 国内铁路预订集中在 12306, OTA 火车票代理“零佣金”, 只能通过附加服务获取收益; 航空机票方面, 2015 年国资委出台文件, 要求三大航“提直降代”, 在三年内实现直销机票占比提升至 50%, 且机票代理费在现有基础上下降 50%, 大幅压缩国内 OTA 机票抽佣空间。而对于国内 OTA 而言海外机票业务能够实现更为可观的抽佣率。

图31: Booking、Expedia、携程抽佣率对比



资料来源: 携程、Booking、Expedia 公告, 携程财报会, 同花顺, 民生证券研究院

图32: 各国连锁酒店渗透率 (2019 年)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

携程主动以相对国际 OTA 平台更低的佣金率切入海外市场, 一方面, 海外市场相比国内业务有着更高的抽佣潜力, 另一方面纯国际业务打开公司发展空间, 向 2G 战略“Great Quality (高品质) & Globalization (全球化)”持续迈进。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 1) 2023-2025 年业务假设:

未来公司收入仍以酒店住宿和交通票务为主，受益于疫后复苏及机票酒店预订线上化率提升，公司 2023 年酒店及交通业务迎来大幅恢复，我们预计 2023-2025 年酒店住宿收入分别同比增长 133.28%、15.81%、13.24% 达到 172.63 亿元、199.91 亿元、226.38 亿元；交通票务分别同比增长 122.88%、9.88%、13.64% 达到 183.94 亿元、202.11 亿元、229.67 亿元。

度假业务出境游占比较高，目前机票供给仍然存在瓶颈，2023 年度假业务仍未恢复至 2019 年水平，我们预计 2024 年度假业务完全恢复，预计 2023-2025 年度假业务分别同比增长 280%、50%、20%，达到 30.29 亿元、45.43 亿元、54.51 亿元。

受益于商旅市场的线上渗透率逐步提升，公司商旅业务有望实现恢复并稳定的增长，预计 2023-2025 年商旅业务同比增长 100%、15%、10%，达到 21.58 亿元、24.82 亿元、27.30 亿元。

预计公司 2023-2025 年净收入分别为 443.44 亿元、510.06 亿元、578.65 亿元，同比增长 121.29%、15.02%、13.45%。

表11：携程集团业务拆分及收入预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
酒店住宿	13,514	7,132	8,148	7,400	17,263	19,991	22,638
yoy (%)	16.70%	-47.23%	14.25%	-9.18%	133.28%	15.81%	13.24%
占收入比	37.84%	38.92%	40.68%	36.90%	38.90%	39.16%	39.09%
交通票务	13,952	7,146	6,905	8,253	18,394	20,211	22,967
yoy (%)	7.76%	-48.78%	-3.37%	19.52%	122.88%	9.88%	13.64%
占收入比	39.06%	38.99%	34.48%	41.15%	41.45%	39.59%	39.66%
度假	4,534	1,241	1,105	797	3,029	4,543	5,451
yoy (%)	20.20%	-72.63%	-10.96%	-27.87%	280.00%	50.00%	20.00%
占收入比	12.69%	6.77%	5.52%	3.97%	6.82%	8.90%	9.41%
商旅	1,255	877	1,347	1,079	2,158	2,482	2,730
yoy (%)	27.93%	-30.12%	53.59%	-19.90%	100.00%	15.00%	10.00%
占收入比	3.51%	4.79%	6.73%	5.38%	4.86%	4.86%	4.71%
其他	2,461	1,931	2,524	2,526	3,536	3,819	4,125
收入	35,716	18,327	20,029	20,055	44,380	51,046	57,911
减：销售税及附加	50	11	6	16	35	41	46
占收入比	0.14%	0.06%	0.03%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
净收入	35,666	18,316	20,023	20,039	44,344	51,006	57,865
yoy (%)	15.18%	-48.65%	9.32%	0.08%	121.29%	15.02%	13.45%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测



**2) 毛利率假设:** 服务效率提高&积压需求释放下, 我们预计 2023 年毛利率将保持较高水平, 伴随积压需求逐步释放及度假业务逐步恢复, 预计毛利率将有所回落, 2023-2025 年假设毛利率分别为 81.42%、80%、80%。

**3) 期间费用率假设:** 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 22.0%/25.3%、25.3%, 管理费用率分别为 8.5%/7.5%/7.1%, 研发费用率分别为 27.5%/25.3%/24.4%。

## 4.2 估值分析

携程在美股上市后港股二次上市, 因此我们选取港股 OTA 平台同程旅行、美股 OTA 平台 Booking、Expedia 作为可比公司进行比较。可比公司 2023 年 PE 平均值为 22 倍, 而携程 2023 年 PE 为 19 倍, 略低于可比公司平均值, 且携程处于国内 OTA 龙头地位, 国际业务为公司未来发展打开空间, 关注国际业务带来的公司增长潜力。

**表12: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (CNY/USD)	EPS (CNY/USD)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
0780.HK	同程旅行	13.41	-0.07	0.67	0.82	/	20	16
BKNG	Booking	3130.00	76.35	138.15	168.25	41	23	19
EXPE	Expedia	136.89	2.17	5.89	9.31	63	23	15
平均值						52	22	17
9961.HK	携程集团-S	251.81	2.05	13.56	14.21	123	19	18

资料来源: wind, Bloomberg, 民生证券研究院预测

注: 1) 港股可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价为 2023 年 11 月 24 日, 单位为人民币;

2) 美股可比公司数据采用 Bloomberg 一致预期, 股价为 2023 年 11 月 23 日, 单位为美元。

## 4.3 投资建议

我们认为, 携程作为国内 OTA 龙头, 品牌优势深厚, 国内游业务基本盘稳固; 国人出境游渗透提升空间大, 在“供应链资源+服务优势下”国人出境仍是携程未来的长期逻辑之一, 同时全球化布局也打开携程未来的发展空间。我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 443.44 亿元、510.06 亿元、578.65 亿元、归母净利润分别为 92.70 亿元、97.15 亿元、116.80 亿元, EPS 分别为 13.56 元、14.21 元、17.09 元, 对应 11 月 24 日收盘价 PE 分别为 19 倍、18 倍、15 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

1) **旅游消费复苏不及预期风险。**国内旅游复苏若不及预期，或将对公司收入及利润端产生不利影响。

2) **外部竞争加剧风险。**小红书、抖音、等流量起家平台纷纷入局酒旅业务，美团在低星酒店市场占据优势，行业竞争愈发激烈。

3) **行业政策变动风险。**国家对平台型互联网公司反垄断、数据安全等方面的政策风险不容忽视。

4) **佣金率下降风险。**上游酒店和票务预订的直销模式深化或将进一步压缩代理商利润。

5) **重大负面事件冲击。**重大负面事件或将对行业或公司业务产生不利影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	<b>61,435</b>	<b>92,591</b>	<b>111,985</b>	<b>133,552</b>
现金及现金等价物	17,000	31,130	46,243	61,334
应收账款及票据	5,486	10,639	10,613	12,533
存货	0	0	0	0
其他	38,949	50,821	55,128	59,685
<b>非流动资产合计</b>	<b>130,256</b>	<b>130,048</b>	<b>129,944</b>	<b>129,844</b>
固定资产	5,204	5,097	4,993	4,893
商誉及无形资产	72,898	72,797	72,797	72,797
其他	52,154	52,154	52,154	52,154
<b>资产合计</b>	<b>191,691</b>	<b>222,639</b>	<b>241,929</b>	<b>263,396</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>61,239</b>	<b>82,963</b>	<b>92,589</b>	<b>102,438</b>
短期借贷	32,674	32,674	32,674	32,674
应付账款及票据	7,569	17,474	19,621	24,051
其他	20,996	32,815	40,294	45,713
<b>非流动负债合计</b>	<b>17,433</b>	<b>17,433</b>	<b>17,433</b>	<b>17,433</b>
长期借贷	13,177	13,177	13,177	13,177
其他	4,256	4,256	4,256	4,256
<b>负债合计</b>	<b>78,672</b>	<b>100,396</b>	<b>110,022</b>	<b>119,871</b>
普通股股本	6	6	6	6
储备	116,156	125,426	135,141	146,821
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>112,283</b>	<b>121,553</b>	<b>131,268</b>	<b>142,948</b>
少数股东权益	736	690	638	577
<b>股东权益合计</b>	<b>113,019</b>	<b>122,243</b>	<b>131,907</b>	<b>143,525</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>191,691</b>	<b>222,639</b>	<b>241,929</b>	<b>263,396</b>

现金流量表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,641</b>	<b>16,143</b>	<b>17,325</b>	<b>17,162</b>
净利润	1,403	9,270	9,715	11,680
少数股东权益	-36	-46	-51	-62
折旧摊销	1,291	1,258	1,254	1,251
营运资金变动及其他	-17	5,661	6,407	4,293
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,136</b>	<b>153</b>	<b>-46</b>	<b>104</b>
资本支出	-498	-1,050	-1,150	-1,150
其他投资	1,634	1,203	1,104	1,254
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-6,717</b>	<b>-2,166</b>	<b>-2,166</b>	<b>-2,176</b>
借款增加	-5,108	0	0	0
普通股增加	179	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-1,788	-2,166	-2,166	-2,176
<b>现金净增加额</b>	<b>-2,709</b>	<b>14,130</b>	<b>15,113</b>	<b>15,091</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>20,039</b>	<b>44,344</b>	<b>51,006</b>	<b>57,865</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	4,513	8,239	10,201	11,573
销售费用	4,250	9,738	12,901	14,616
管理费用	2,847	3,756	3,821	4,101
研发费用	8,341	12,188	12,899	14,109
财务费用	-532	96	54	13
权益性投资损益	-586	803	1,104	1,254
其他损益	2,015	400	0	0
除税前利润	2,049	11,530	12,233	14,706
所得税	682	2,306	2,569	3,088
净利润	1,367	9,224	9,664	11,618
少数股东损益	-36	-46	-51	-62
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,403</b>	<b>9,270</b>	<b>9,715</b>	<b>11,680</b>
EBIT	1,517	11,625	12,287	14,719
EBITDA	2,808	12,883	13,541	15,970
EPS (元)	2.05	13.56	14.21	17.09

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	0.08	121.29	15.02	13.45
归属母公司净利润	355.09	560.72	4.80	20.22
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	77.48	81.42	80.00	80.00
净利率	7.00	20.90	19.05	20.18
ROE	1.25	7.63	7.40	8.17
ROIC	0.64	5.53	5.46	6.14
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.04	45.09	45.48	45.51
净负债比率(%)	25.53	12.04	-0.30	-10.79
流动比率	1.00	1.12	1.21	1.30
速动比率	0.55	0.75	0.88	1.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.10	0.21	0.22	0.23
应收账款周转率	3.95	5.50	4.80	5.00
应付账款周转率	0.66	0.66	0.55	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	2.05	13.56	14.21	17.09
每股经营现金流	3.86	23.62	25.35	25.11
每股净资产	164.27	177.83	192.05	209.13
<b>估值比率</b>				
P/E	123	19	18	15
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	67.11	14.63	13.92	11.80

## 插图目录

图 1: 2023 年以来节假日国内旅游&收入恢复情况 (恢复率按可比口径)	3
图 2: 2019 年中国出境游人数达 1.55 亿人次	3
图 3: 2023 年中秋&国庆期间国际航班执行量仅恢复至 2019 年同期的 59%	5
图 4: 2023 年 3 月旅游服务类 APP 活跃用户 Top5	6
图 5: “携程+去哪儿”国内用户规模领先	6
图 6: 价格&资源覆盖&服务体验成为影响用户选择 OTA 平台的关键因素	7
图 7: 特色化的资源及产品更容易获得用户关注	7
图 8: 产品丰富度和价格成为用户最关注的两大因素	7
图 9: 传统批发/资源渠道往往导致不同平台之间跟团游产品出现同质化/相似度高	9
图 10: 出境游产业链条长, 涉及酒店、交通、景区、地接社、签证、批发商等众多环节	12
图 11: OTA 海外资源布局	13
图 12: 携程旗下主要 OTA 品牌	14
图 13: Booking、Expedia、携程 GMV 对比	15
图 14: 主要国际 OTA 平台市值对比	15
图 15: Booking、Expedia、携程营收对比	15
图 16: Booking、Expedia、携程净利润对比	15
图 17: 携程、Booking、Expedia 覆盖资源对比	16
图 18: Booking 国际化布局-并购公司一览	16
图 19: Expedia 国际化布局-并购公司一览	16
图 20: 2022 年全球 OTA 平台下载量排行, Skyscanner、Trip.com 进入前十	17
图 21: 2018 年中国在线度假市场交易结构	17
图 22: 影响国人出境游的主要因素	19
图 23: Booking APP 操作界面	19
图 24: 携程 APP 操作界面	19
图 25: 携程 SOS 紧急支援服务界面	20
图 26: 携程境外打车可实现中文操作及人民币支付	20
图 27: 国内出境游人群主要分布在一二线城市	20
图 28: 对标美、日、韩等国家, 出境游渗透有提升空间	20
图 29: 携程研发投入及研发费用率较高	21
图 30: 呼叫中心员工数量占总员工比例高达三成	21
图 31: Booking、Expedia、携程抽佣率对比	22
图 32: 各国连锁酒店渗透率 (2019 年)	22

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 出境游政策渐进分批推进	4
表 2: 出入境人次逐步恢复	5
表 3: 携程 2019 年 Q2 分业务国际市场贡献收入比例	6
表 4: 2023 年五一及国庆携程订单表现	6
表 5: 2023 年以来携程业绩显著修复 (单位: 亿元)	6
表 6: 国内 OTA 平台出境游相关产品服务覆盖对比	8
表 7: 对比国内 OTA 平台搜索结果, 携程出境游选择更多 (以泰国/希腊跟团游为例)	9
表 8: 携程海外资源布局梳理	10
表 9: 同程、途牛、飞猪、美团出境游资源布局梳理	11
表 10: 各 APP 海外酒店价格对比	18
表 11: 携程集团业务拆分及收入预测	23
表 12: 可比公司 PE 数据对比	24
公司财务报表数据预测汇总	26

## 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。	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