

# 在线旅游龙头跟踪系列二

## 欧美为鉴，再议国内OTA龙头投资价值

行业研究 · 行业专题

社会服务

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

- 我们在此前于2022年7月发布的欧美在线旅游龙头跟踪报告中提及“线上渗透加速，出行放开时欧美OTA龙头基本面预计好于行业整体，股价行情可先于业绩复苏实现较快反弹”。从2023年国内出行产业链公司实际验证看，前三季度OTA板块龙头公司业绩提升相对领先，股价也于2022年10月后先于基本面获得靓丽增长，2023年下半年因后续趋势不明朗及竞争担忧有所回调。
- 展望2024年，国内回补性需求释放阶段过去后，市场核心关注商旅与出境游的恢复节奏，以及国内游的持续性与竞争情况。参考海外，我们注意到欧美OTA龙头2023年（即2021年逐步放开后的第二年），在国内出行平稳+跨境复苏的带动下收入仍然录得双位数同比增长、效能改善下利润增长更高，并配合良好现金流下的大额资金回购措施，Booking、Expedia、Airbnb全年涨76%/73%/59%，跑赢纳斯达克指数33/30/16pct，表现靓丽。本篇系列跟踪二中，我们借鉴海外，进一步思考OTA赛道的核心投资价值，分析不同市场的龙头不同阶段业绩增长背后格局与消费行为的变化，并尝试对市场核心关注的问题提供参考借鉴。

表：2023年前三季度旅游公司收入较2019年同期增长情况（单位：亿元）

股票代码	公司名称	2019Q1-3收入	2023Q1-3收入	增速
1179.HK	华住集团-S	83.0	163.0	96%
0780.HK	同程旅行	54.4	87.5	61%
601888.SH	中国中免	355.8	508.4	43%
603199.SH	九华旅游	4.2	5.6	35%
301073.SZ	君亭酒店	2.9	3.8	34%
603099.SH	长白山	3.9	5.0	29%
9961.HK	携程集团-S	273.3	341.9	25%
603136.SH	天目湖	3.9	4.7	23%
600054.SH	黄山旅游	12.4	14.3	16%
002033.SZ	丽江股份	5.6	6.4	15%
002159.SZ	三特索道	5.2	5.8	11%
600754.SH	锦江酒店	112.8	109.6	-3%
600258.SH	首旅酒店	62.3	59.1	-5%
000888.SZ	峨眉山A	8.7	8.2	-6%
300144.SZ	宋城演艺	22.1	16.2	-27%
600138.SH	中青旅	95.4	67.3	-29%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表：2023年前三季度旅游公司净利润较2019年同期增长情况（单位：亿元）

股票代码	公司名称	2019Q1-3收入	2023Q1-3收入	增速
002159.SZ	三特索道	0.2	1.3	643%
1179.HK	华住集团-S	11.5	34.6	201%
9961.HK	携程集团-S	53.1	104.0	96%
603099.SH	长白山	0.8	1.5	85%
603199.SH	九华旅游	1.1	1.5	42%
0780.HK	同程旅行	12.1	17.2	41%
000888.SZ	峨眉山A	1.9	2.6	40%
601888.SH	中国中免	42.0	52.1	24%
600054.SH	黄山旅游	3.4	4.1	21%
002033.SZ	丽江股份	1.8	2.1	15%
600754.SH	锦江酒店	8.7	9.8	12%
603136.SH	天目湖	1.1	1.2	4%
600258.SH	首旅酒店	7.2	6.8	-5%
300144.SZ	宋城演艺	12.7	7.9	-38%
301073.SZ	君亭酒店	0.5	0.2	-52%
600138.SH	中青旅	5.4	2.1	-62%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：华住、携程、同程选取调整后净利润

- **在线旅游行业综述：全球在线旅游渗透率持续提升，我国结构化红利驱动增速快于全球。**2019年美国在线化渗透率超75%、欧洲50%左右、亚洲更低；2023年全球在线旅游渗透较2019年增加6pct，持续提升。疫后我国线上化率提升快于全球，我们分析供给端效率提升与内容丰富，以及需求端客群结构年轻化、出游信息决策线上化、偏好自由行系主要原因，未来下沉住宿结构红利仍在。成熟市场OTA格局良好：线上流量积累+线下供应链搭建+平台技术迭代的先发优势，收购扩张+平台网络效应巩固规模优势，格局稳定后利润率持续扩张。
- **欧美在线旅游龙头总结：自2021年逐步放开后，2023年跨境复苏叠加大额回购，股价涨幅靓丽。**回顾2023年，Booking、Expedia、Airbnb全年涨76%/73%/59%，大幅跑赢指数。探索原因，一是业绩的良好兑现，跨境出行需求复苏+在线渗透提升，量价驱动收入同比实现双位数增长，同时龙头经营效率改善。二是基于良好现金流，龙头通过大额回购维持EPS增速显著快于净利润，有效支撑股价表现。
- **国内在线旅游龙头思考：2023年携程集团-S与同程旅行股价相比平稳，业绩验证靓丽但下半年市场对后续出行持续性及竞争担忧扰动；2024年以来靓丽反弹，主要系财报验证良好+节后数据企稳缓解部分悲观情绪，同时估值有所改善。分析国内行业趋势与龙头表现：**
  - **1、高线龙头格局稳固，低线增量市场竞争或边际趋缓。**携程2023年收入较2019年增长25%、经调整净利润较2019年翻倍，背后既反映了公司在高线城市稳定的格局，又体现了近两年前端内容战略提升营销效率及后端技术迭代与流程优化改善经营效能。下沉玩家共同做大市场的同时存在竞争。同程基于微信小程序流量，充分分享下沉渗透提升，前三季度收入较2019年同期增长61%，显著领先，作为OTA平台异地出行占比居多；间夜龙头美团及短视频平台在酒旅的布局更侧重本地化场景，彼此正面交锋但盈利考验下预计竞争相对放缓。
  - **2、参考海外跨境业务2年的渐进复苏节奏，国内出境游有望贡献2024年的重要增量。**目前携程出境游业务在OTA平台处于领先地位（2023年7月市占率55%），2023年公司相关业务复苏领先行业整体，背后是平台完备活跃的国际产业链及出行方式变化。同程积极整合旅行社资源，后续有望加大出境交通业务布局，逐步完善产业链。去年以来我国出境游渐进复苏，参考海外跨境出行2022-2023年逐步恢复至7成+、9成+，中途阶段波动不改向上趋势，预计我国出境游将成为2024重要边际增量。
  - **3、总结龙头的国际化路径与亚洲海外空间，携程纯海外业务有望成为潜在增长极。**OTA龙头的国际化路径：1）OTA属地化特征明显，收购最直接快速，兼顾本地化运营；2）前期差异化切入+性价比打开市场，后期提升上下游议价权。我们估算亚洲海外主要国家在线旅游规模与国内相近，携程海外探索已有10余年，通过自建、合作、收购等在部分核心市场已获得份额，未来有望成为潜在增长极。
  - **4、成熟期良好现金流有望带来丰厚的股东回报。**OTA公司现金运用在扩张期主要投资收购优质标的，成熟期则可回馈资本市场。以2017年为分界点，前期Booking投资规模大于回购，此后回购规模持续扩大。携程疫后亦开展资本回报，后续国内业务有望提供现金牛基础。

■ **投资建议：**整体而言，线上化渗透率持续提升下OTA平台增长好于旅游整体。**携程集团**在高线城市中长途与出境游业务中拥有绝对龙头地位，提供了现金牛基础，有望在股东回报中给予更多期待。尽管出境游当前渐进复苏、阶段波动，但参考海外2年多的恢复周期，我们预计其仍将贡献2024年重要边际增量。国际业务有较大拓展空间，参考欧美龙头在各自优势区域较高市占率，亚洲市场未来不排除进一步走向集中。**同程旅行**是下沉市场异地出行龙头，深耕微信小程序流量玩法积累庞大用户群，变现能力提升正逐步验证，考虑国内下沉市场的结构红利仍有较大演绎空间，公司有望充分受益，与其他玩家一同做大增量市场的同时存在竞争但趋于差异化。

■ **风险提示：**宏观、政策风险等，消费力复苏低迷，行业竞争加剧，并购整合不及预期风险，商誉减值风险，股东减持风险，声誉风险等。

表：相关公司可比估值表

股票 代码	公司 名称	最新市值 (亿美元/人民币)	股价 (亿美元/人民币)	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
9961.HK	携程集团-s	2,379	320	19.12	20.77	24.43	28.09	17	15	13	11	买入
0780.HK	同程旅行	449	18	0.9	1.2	1.4	/	20	15	13	/	增持
BKNG.O	Booking	1,196	3500	152	174	204	237	23	20	17	15	无评级
ABNB.O	Airbnb	1,066	165	8.36	4.67	5.28	5.86	20	35	31	28	无评级
EXPE.O	Expedia	184	135	9.69	12.04	15.25	18.31	14	11	9	7	无评级
MMYT.O	MAKEMYTRIP	67	63	0.48	0.96	1.36	1.73	132	66	47	37	无评级

资料来源：Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理预测 注：1、同程旅行尚未披露2023年年报，EPS系预测。2、上述EPS均为调整后口径。3、携程集团与同程旅行单位为人民币，其余单位为美元

01

OTA行业综述：全球规模达万亿美元，全球有潜力诞生多个大市值公司

02

全球旅游复苏：2023年欧美跨境恢复9成以上，先于亚太，在线渗透提升

03

欧美OTA龙头总结：2023年业绩强势兑现+大额回购，股价涨幅靓丽

04

国内OTA龙头思考：2024年跨境游贡献重要增量，在线住宿结构红利仍在

05

投资建议：看好格局稳定与效能领先的携程、下沉渗透先锋同程

## 01

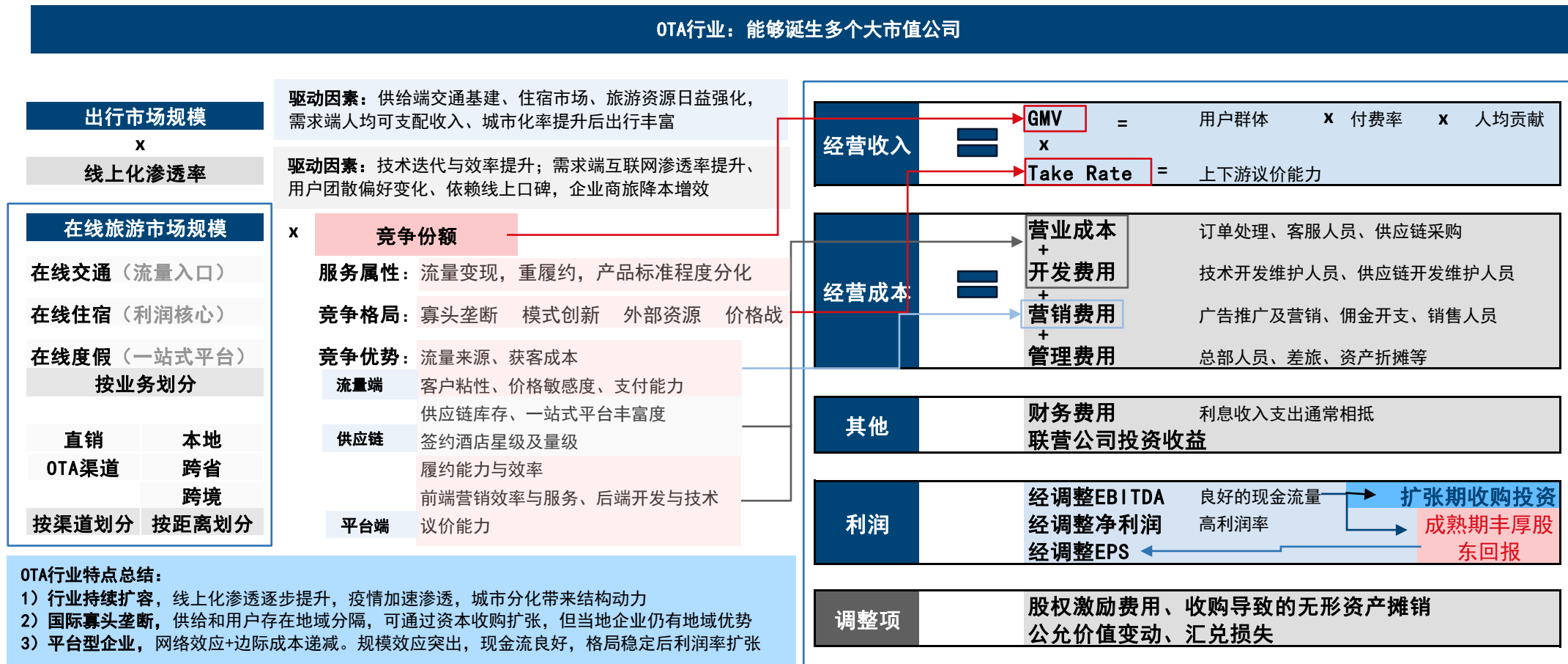
OTA行业综述：全球规模达万亿美元，全球有潜力诞生多个大市值公司

在线旅游行业：万亿美元规模，全球有潜力诞生多个大市值公司

竞争格局：亚、欧、美三大龙头各执牛耳，区域龙头谋求差异化发展

# OTA行业全景：行业持续扩容，全球有潜力诞生多个大市值公司

图：OTA行业全景分析

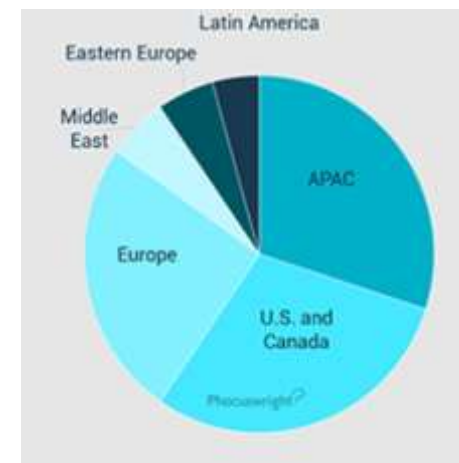


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# OTA行业全景：全球在线旅游万亿美元规模，亚、欧、美三大龙头各执牛耳

- **全球在线旅游行业：万亿规模，增速快于GDP及整体旅游市场。**根据Euromonitor数据，2019年全球在线旅游市场规模接近1万亿美元，同比增速大个位数水平增长，高于全球GDP和整体旅游市场收入增速。
- **竞争格局：亚、欧、美三大龙头各执牛耳，区域小龙头谋求差异化发展。**亚欧美占据全球旅游市场近8成份额，其中传统国际TOP3龙头（携程集团、Booking、Expedia）分别深耕亚洲、欧洲、北美，目前平台GMV在全球居前三，均超1000亿美元，由此估算全球CR3约30%上下。由于在线旅游可分为直销与OTA行业，若仅考虑后者预计龙头市占率更高，整体呈现国际寡头格局。OTA有一定区域属性，同时多元化出行需求及不同市场的结构升级也为新玩家创造机会，小龙头也有望通过差异化战略获得发展。
- **整体看，OTA以相对标准化的机酒业务为核心，竞争能力体现在流量、供应链与平台预定服务体验，除此以外，①较大的模式创新、②引入优势外部资源、③价格战可能会扰动已有格局，其中①可能拓宽已有市场边界（如Airbnb聚焦非标住宿市场）并占据份额；②通过引入外部资源可能弥补新玩家在流量、供应链或技术上的先发不足，并获得一定份额；③曾在各区域OTA行业上演，但资金实力更强的一方往往通过收购、投资等整合行业，从而实现赢者通吃、进入格局相对稳定的局面。**

图：2018年全球旅游行业规模（按区域划分）



资料来源：phocuswright，国信证券经济研究所整理

表：全球OTA行业主要上市公司一览

股票代码	OTA名称	最新市值 (亿美元)	2023年预定量 (亿美元)	较2019年恢复	2023年酒店间夜数 (亿间夜)	较2019年恢复	2023年收入 (亿美元)	较2019年恢复	2023年经调业绩 (亿美元)	较2019年恢复
BKNG.O	Booking	1,191	1506	156%	10.5	124%	213	142%	56	125%
ABNB.O	Airbnb	1,067	733	193%	4.5	137%	99	206%	29	扭亏
TCOM/9961.HK	携程集团-s	299	1600	127%	/	/	63	125%	18	200%
EXPE.O	Expedia	185	1041	96%	3.5	90%	128	106%	14	151%
MMYT.O	MAKEMYTRIP	65	76	178%	/	/	7	138%	1.2	扭亏
0780.HK	同程旅行 (Q1-3)	56	265	151%	/	/	12	161%	2.4	141%

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理 注：同程旅行尚未发布2023Q4财报，此处数据均选取2023Q1-3为参考

## 02

### 全球旅游复苏：欧美跨境恢复较亚太先行，在线渗透持续提升

全球复苏：跨境出行恢复需要2年以上，欧美2023年恢复至9成以上

出行方式变化：在线旅游渗透率仍持续提升，2020-2022年进一步提速

在线旅游显著提升的深层次原因：供给端技术变革带来效率提升与体验优化，需求端客群结构、出游信息决策和出行方式变化

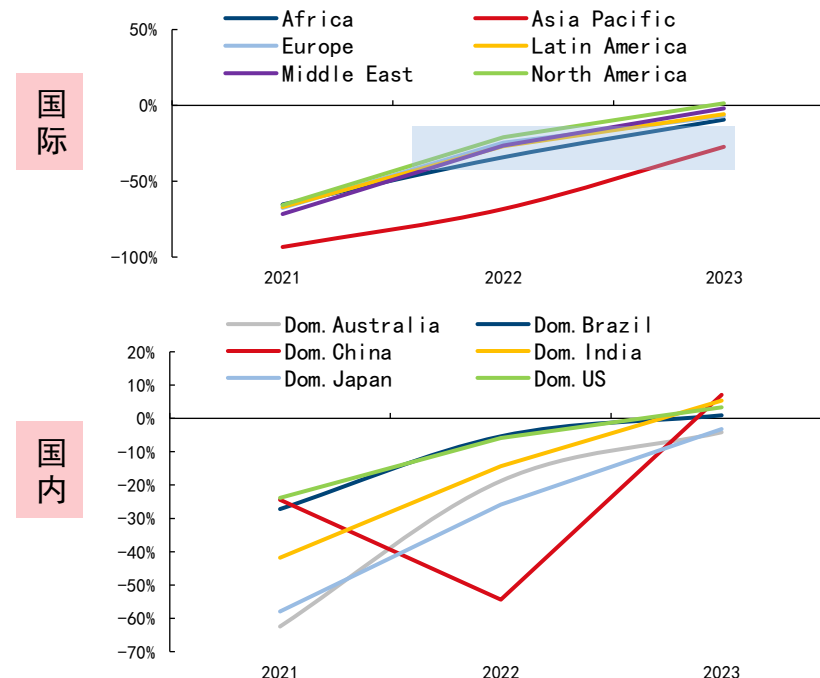
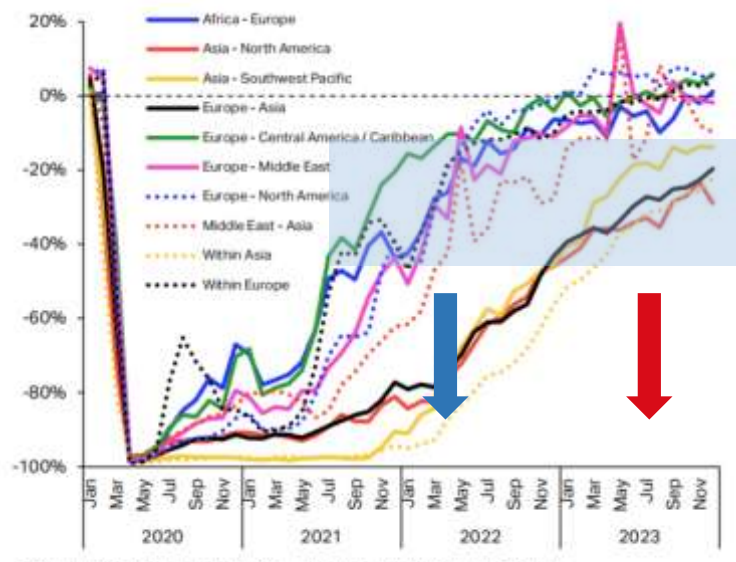
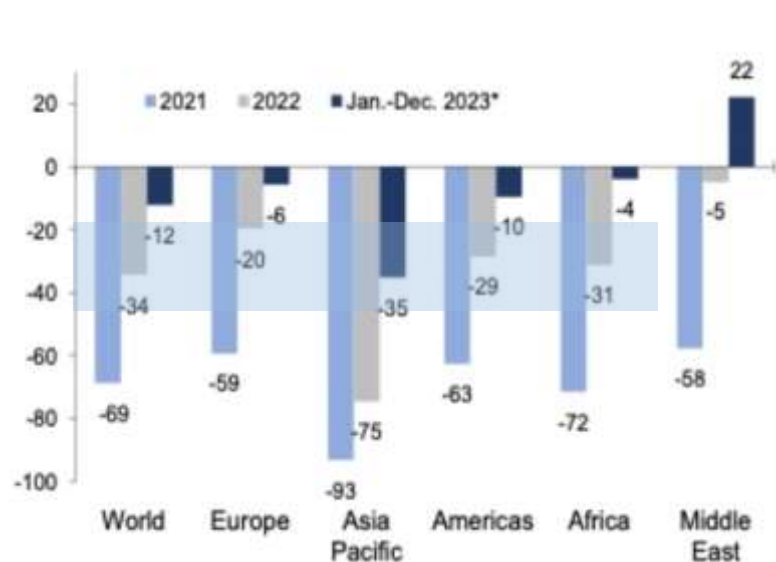
# 全球复苏：跨境出行恢复渐进，欧美2023年恢复至9成以上，为亚太2024年提供参考

- 欧美国家多数从2021年持续放松管控，2023年作为国内开后的第一年、作为欧美基本放开后的第二年，其恢复程度可供借鉴参考。
- 2023年亚太跨境出行与欧美2022年恢复度接近。2023年我国国内出行已经完全恢复，出境可参考整体亚太情况。根据IATA，2023年亚太跨境旅客运输量（RPK）恢复至2019年同期的73%，恢复度与欧、美2022年的75%、79%相近，UNWTO的休闲旅游恢复度与国际航线基本类似。
- 2023年欧美跨境出行恢复至90-100%，2024年亚太出入境游恢复可期。根据IATA，2023年欧美跨境出行基本完全恢复，其中北美从2021年的34%恢复至2023年的101%、欧洲从2021年的32%恢复至2023年的93%。2024年伴随航班及签证优化，预计有望助力亚太国家出入境游复苏。

图：国际游客数量较2019年变化

图：全球国内和国际RPKs与2019年相比变化

图：2023年全球各区域国际和国内RPKs与2019年相比变化



资料来源：UNWTO，国信证券经济研究所整理

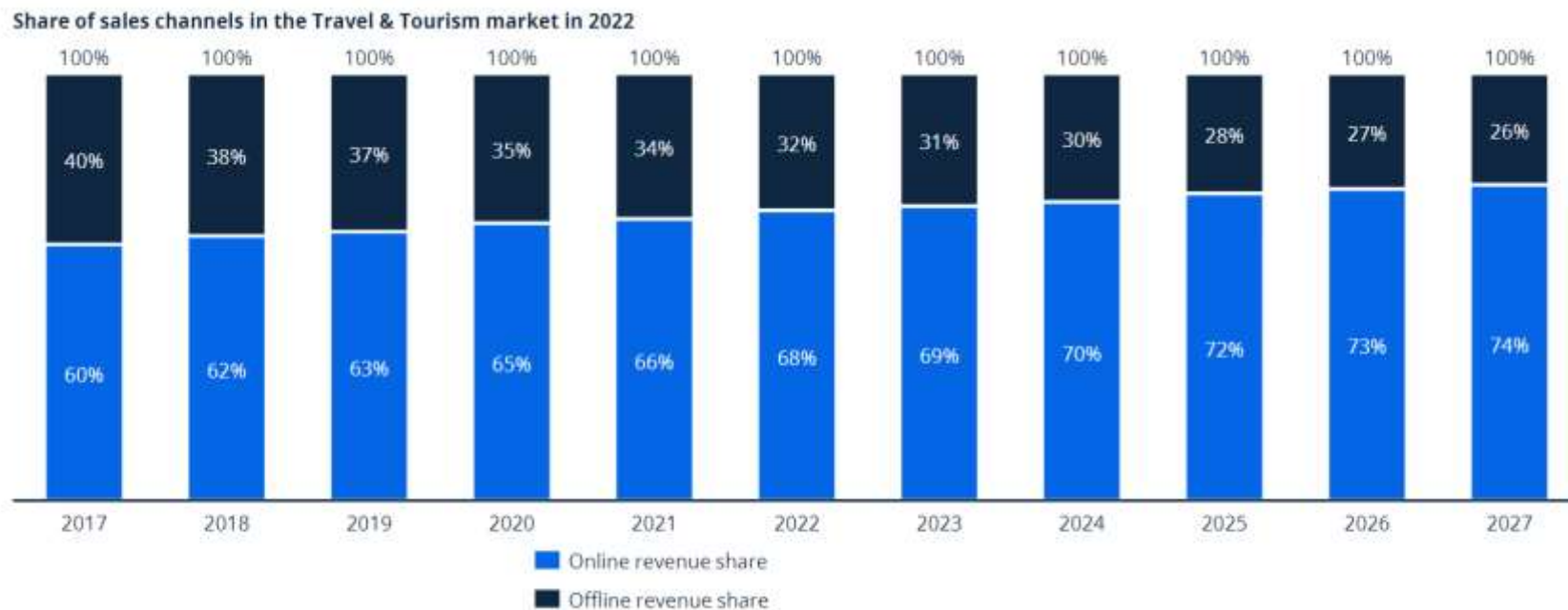
资料来源：IATA，国信证券经济研究所整理

资料来源：IATA，国信证券经济研究所整理

## 出行方式变化：在线旅游渗透率仍持续提升，2020-2022年进一步提速

- 1、随着出游方式变化，居民更多依赖线上方式获取旅游信息并进行旅游产品的预订；过去几年疫情扰动，进一步强化线上预订习惯的养成；2、在线旅游龙头持续提升产品和信息推送效率，全球在线旅游渗透率持续提升。
- **全球旅游市场中，2022年近7成旅游销售来自线上，较2017年提升8个pct。**根据Market Insight by Statista的统计，全球在线旅游渗透率持续提升。2017年，在全球旅游市场中，线上渠道销售收入占比为60%，线下为40%。2022年，线上占比进一步提升至68%，较2017年提升8pct。结合Statista预测，2023-2027年，全球旅游市场线上渗透率将持续提升，2027年进一步提升至74%。
- **鉴于此，全球在线旅游龙头直接受益旅游线上化率提升趋势，进而推动其收入增长有望领先行业大盘。**

图：全球2017-2022年旅游市场线上线下销售占比：2022年线上旅游销售占比达68%。

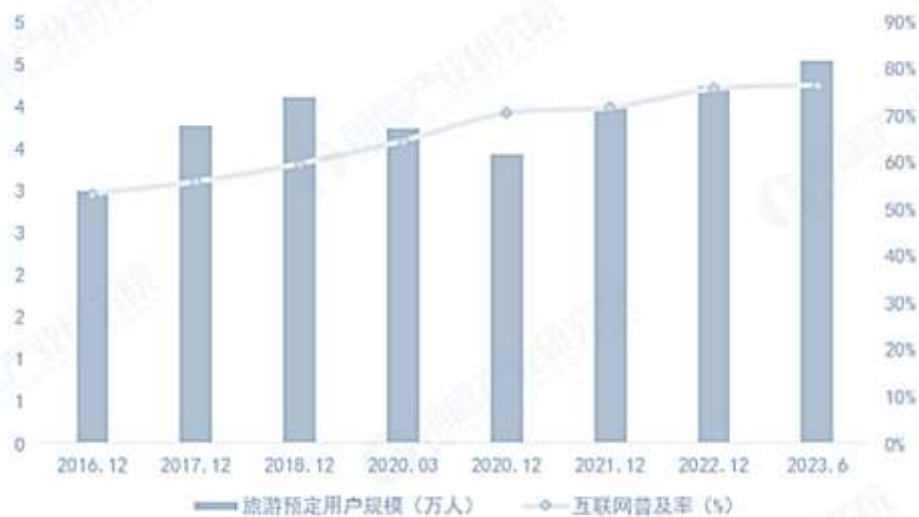


资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

# 在线旅游显著提升的深层次原因：供给端技术变革带来效率提升与体验优化

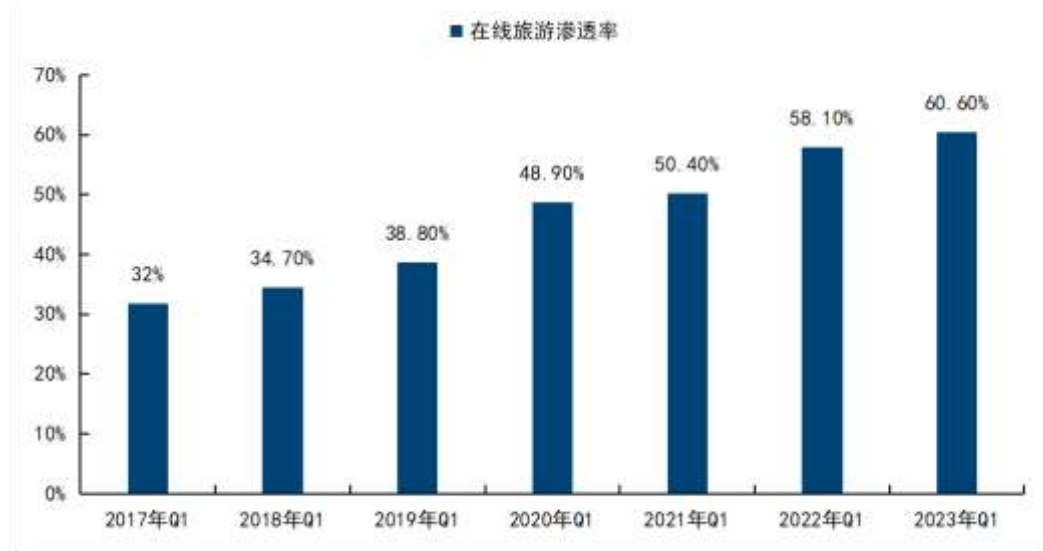
- 国内旅游在线化渗透提升更为显著。根据Fastdata极数《2023年中国旅游业复苏趋势报告》，2023年一季度，在线旅游交易额占比超六成，在线旅游渗透率从2019Q1的38.8%提升至2023Q1的60.6%，增加21.8pct，较疫情前显著提升，不同口径有所差异，但整体仍高于全球水平。也正因此，在线旅游用户在2023年上半年出行恢复时已经较快反弹，超过疫情前高点。
- 分析线上化渗透率提升的背后原因，我们认为：一是供给端技术变革带来效率提升与体验优化，互联网渗透率进一步提升。由于供给端资源在空间上十分分散，供需信息的匹配需要依靠媒介，其中旅行社为传统的信息组织者，此后逐步发展出集合旅游信息攻略的网站如马蜂窝、穷游等，移动互联网时代能够根据兴趣偏好推送更个性化的旅游信息，如携程、小红书等，到内容生成式AI驱动下更精准的推荐和定制的旅游策划，背后核心是产业的技术变革，而技术变革带来的效率提升与体验优化助力各相关产业在线化渗透率提升。2020-2022年期间，国内互联网普及率持续提升，虽然2020-2022年出行受阻使得国内移动互联网旅游用户规模阶段波动，但旅游消费在疫情的预订习惯加持下仍然维持持续渗透中。

图：2016-2023年中国在线旅游行业（旅游预订）用户规模及互联网普及率（单位：亿人，%）



资料来源：CNNIC，前瞻产业研究，国信证券经济研究所整理

图：2017年以来国内在线旅游渗透率变化（旅游预订线上渗透率=在线预订GMV/国内旅游收入）



资料来源：Fastdata极数：《2023年中国旅游业复苏趋势报告》，国信证券经济研究所整理

- 二是需求端更年轻化客群的出行决策和出行方式的变化。首先从客群结构看，线上平台的用户更加年轻，熟悉互联网人群占绝对主导。根据携程平台《2023年度亲子游出行报告》，2023年整体出行的用户的年龄划分：主力人群为90后、80后和00后，分别占比34%、32%和17%，其中90、00后占比较2019年提升10pct。更加年轻的互联网原住民在决策中表现出更追求个性化，同时更加适应线上搜索预订及更适应产业变化的新型出行趋势。亲子游作为提升家庭生活品质与进行家庭教育的重要方式，2023年亲子用户占有所有出行用户的28%，也呈现主力客群年轻化趋势。

图：携程集团2023年用户变化



资料来源：携程全球合作伙伴峰会，国信证券经济研究所整理

图：年轻父母主导亲子游新潮流

图：不同年龄圈层获取旅游资讯的主要渠道



资料来源：携程集团《2023年度亲子游出行报告》，国信证券经济研究所整理

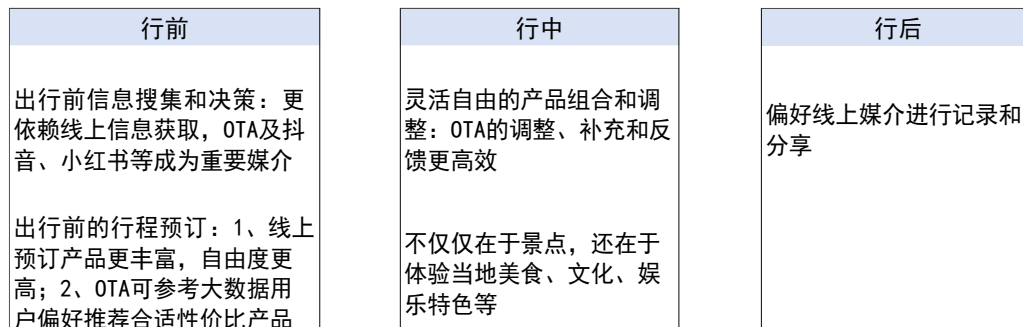


资料来源：环球旅讯，国信证券经济研究所整理

# 在线旅游显著提升的深层次原因:客群结构、出游信息决策和出行方式变化

- 这些客群出行信息决策均有变化，无论行前、行中还是行后决策都高度依赖线上渠道，网络口碑影响较大:1) 根据线上个性化信息推荐，选择旅游目的地; 2) 线上预订大交通; 3) 综合口碑与性价比确定当地旅游景点或城市打卡点。从出行方式上，则更偏好自由行尤其自驾游，占比近9成，更灵活高效，出行更轻松自由。
- 整体而言，客群变化与背后的行为变化与线上平台匹配度更高，进而促进行业线上化渗透率进一步提升，也要求平台技术迭代下给予相应更精准的推荐。

图：出行信息决策：行前、行中、行后都更依赖线上



图：2023年在线旅游用户洞察报告：用户制定计划更依赖口碑，包括达人、平台等推荐，更加灵活



资料来源：环球旅讯等，国信证券经济研究所整理

图：2023年旅游消费：自由行占比近9成



资料来源：克劳锐发布《2023旅游消费内容研究报告》、新榜研究院推出《2023消费趋势报告》以及广州太古汇发布的《Z世代玩家白皮书》，国信证券经济研究所整理

资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

## 03

### 欧美OTA龙头总结：2023年业绩强劲+大额回购，股价涨幅靓丽

欧美在线旅游行业：线上化率分化但均持续提升，传统龙头竞争格局稳定

龙头股价复盘：2023年业绩强劲+大额回购，Booking全年涨76%

增长与盈利：量价驱动收入较疫前高增长，龙头经营效能改善

资本市场回报：轻资产运营下现金流良好，大额回购支撑EPS更高增速

2024年展望：收入增长逐步回归量的增速，利润率整体稳中有升

# 欧美在线旅游市场：线上化率分化但均持续提升，传统业务竞争格局稳定

- 欧美线上化渗透分化，但均处于提升过程中：由于上游集中度与连锁化率不同，旅游市场线上化渗透率：美国75%VS欧洲市场50%左右。
- 传统OTA业务竞争格局整体十分稳定：欧洲市场Booking（欧洲占比高）、Expedia（美国占比高）合计占比超6成，美国市场合计占比超9成。

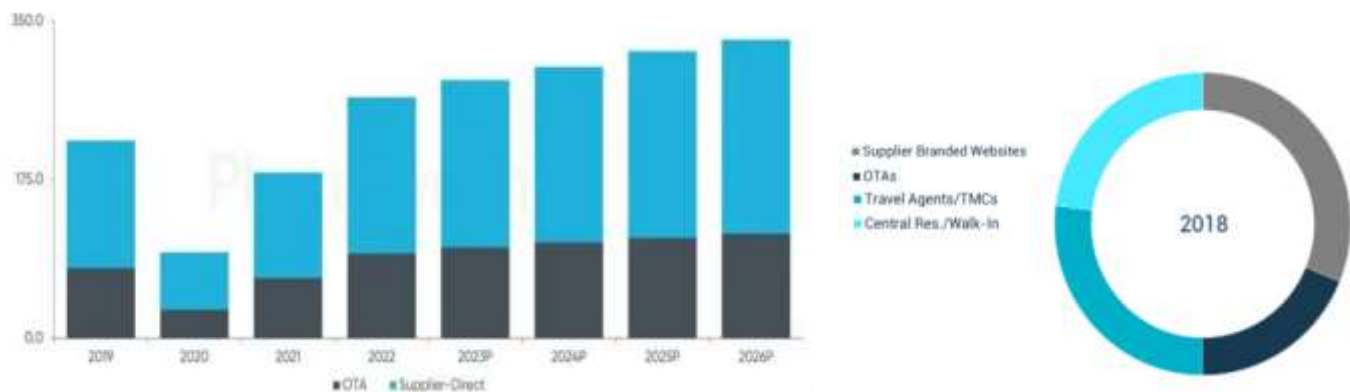
图：欧洲旅游市场（按线上线不同渠道划分）



图：2017年（左）与2020年（右）欧洲OTA行业市场竞争格局



图：美国旅游市场（按线上不同渠道划分，左）与2018年线上线下各渠道市场份额（右）



图：2019年美国OTA市场竞争格局



资料来源：pocuswright，国信证券经济研究所整理

资料来源：pocuswright，国信证券经济研究所整理

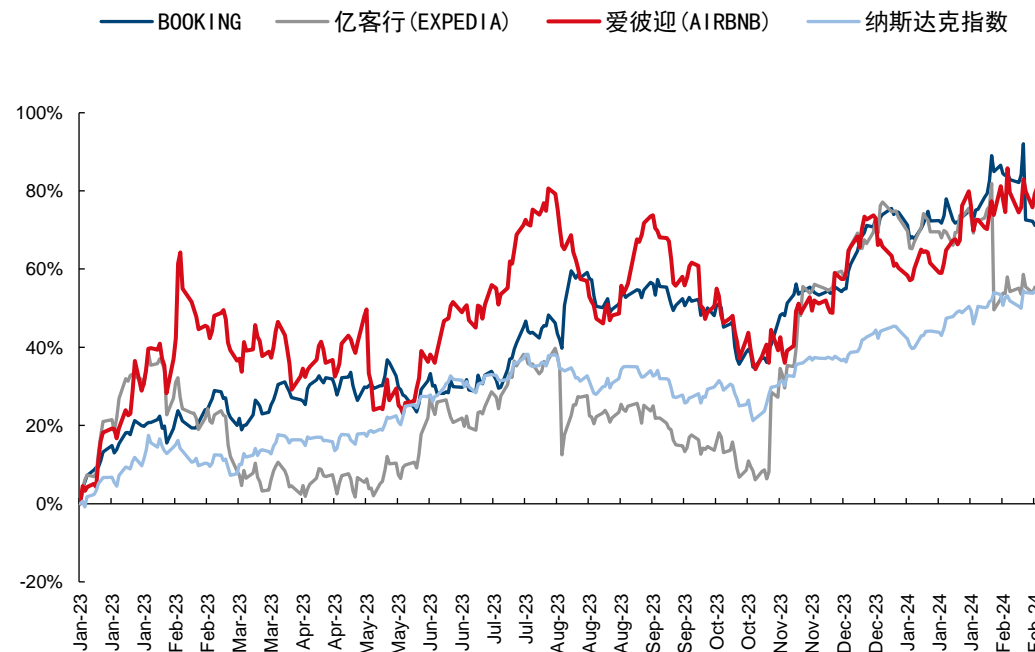
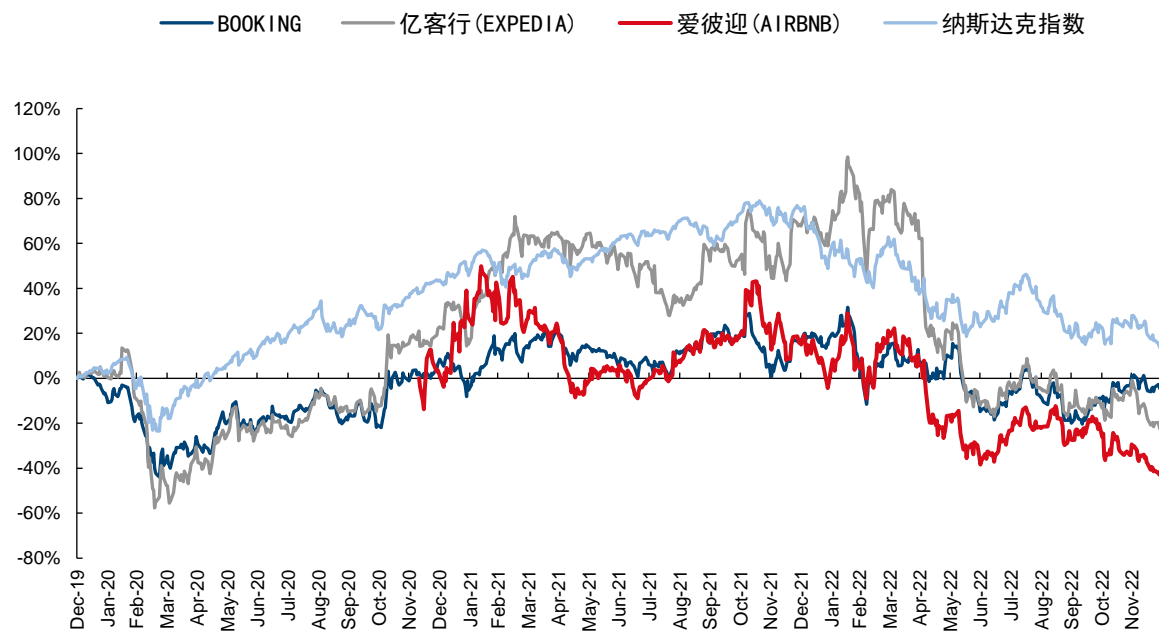
# 欧美OTA股价复盘：2023年经营业绩兑现为王，Booking全年涨75%



- 接下来，我们对欧美行业的传统OTA巨头Booking与Expedia疫后复苏情况进一步探讨，同时对后起之秀非标住宿龙头Airbnb作为参考分析。
- 首先，我们复盘三者疫后股价演绎。1、2020-2022年股价：出行逐步放松驱动复苏，先行复苏者反弹更高。疫情初期普跌40-60%，此后美国本土复苏较快，Expedia疫情后跑赢Booking；此后因Delta震荡反复；直至2021.9-2022.2在全球复苏与出行限制逐步放松中再创新高。Airbnb2020年12月上市后表现靓丽，此后随行业龙头走势接近。
- 2、2022年-2023年经营业绩兑现为王，股价前低后高。2022年3月后，三者因宏观经济因素扰动，随大盘下跌，Booking与Expedia均跌至疫前水平以下，并开启震荡调整。2023年Booking累计涨幅76%，非AI相关，仍跑赢大盘33pct；Expedia整合初显成效，利润增长良好，全年涨73%，跑赢大盘30pct；Airbnb因增速相对放缓，全年涨59%，跑输大盘16pct。

图：2020-2022年海外OTA龙头股价复盘

图：2023年海外OTA龙头股价复盘

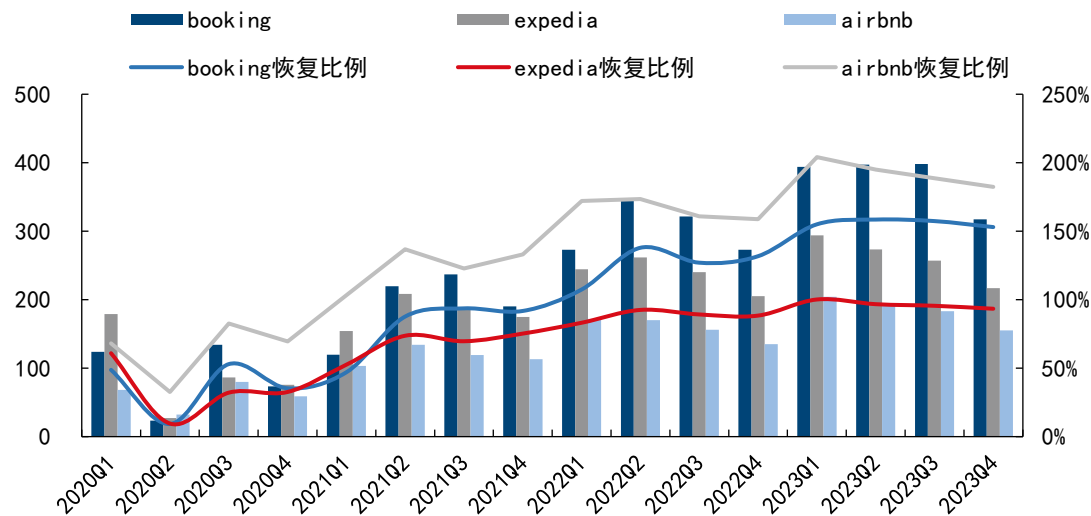


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

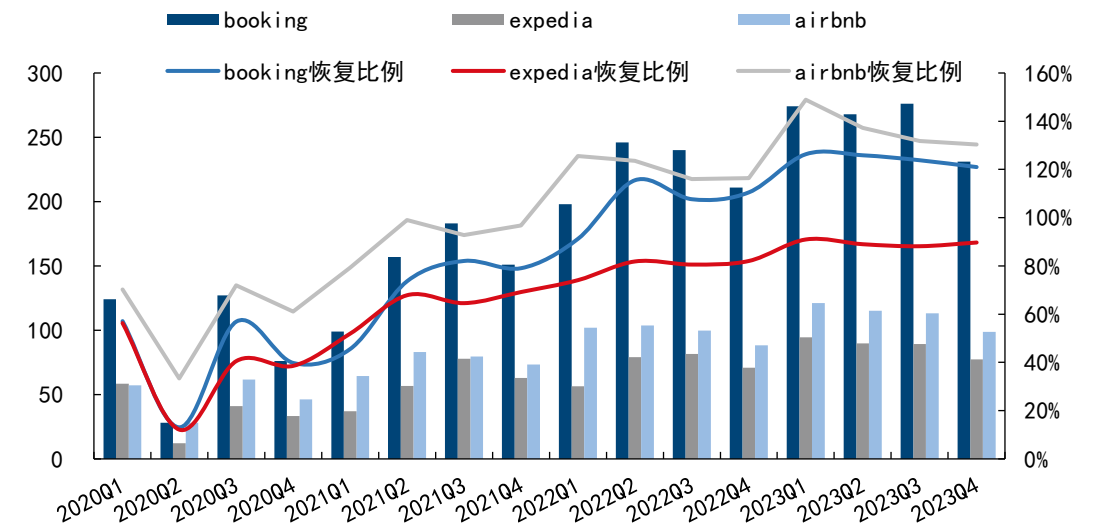
- 基本面表现对上述股价进行了良好的解释：欧美OTA平台预订2021-2022年渐进改善，2023年进一步突破。首先，我们观测平台的流量，海外OTA平台业务为跨区域跨国布局，而各地在2021-2022年相继放开，国内复苏先于跨境，表现为平台预订额阶梯式复苏。2023年同比增长前高后低，从上半年跨境出行释放，到下半年增长偏向常态化。不同平台因各自所处阶段、经营战略目标不同而表现差异。
- 2023年Booking、Airbnb相关预订经营指标均已超疫前水平，且显著快于行业，Expedia因部分业务剥离等恢复约9成。2023年平台GMV对比：Booking1506亿美元、Expedia1041亿美元、733亿美元，分别同比增长24%、10%、16%，恢复至2019年的156%、96%、193%。  
2023年酒店预订间夜对比：Booking10.5亿、Expedia3.5亿、Airbnb4.5亿分别同比增长17%、13%、14%，恢复至2019年的124%、90%、137%。酒店业务为在线旅游中利润率最高的板块，也是欧美龙头布局核心，受益于酒店价格提升，OTA平台总预定额恢复快于间夜数，整体均好于行业恢复节奏。

图：海外OTA Booking、Expedia、Airbnb平台总预定量及恢复情况（单位：亿美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：欧美OTA Booking、Expedia、Airbnb酒店间夜数及恢复情况（单位：亿美元，%）

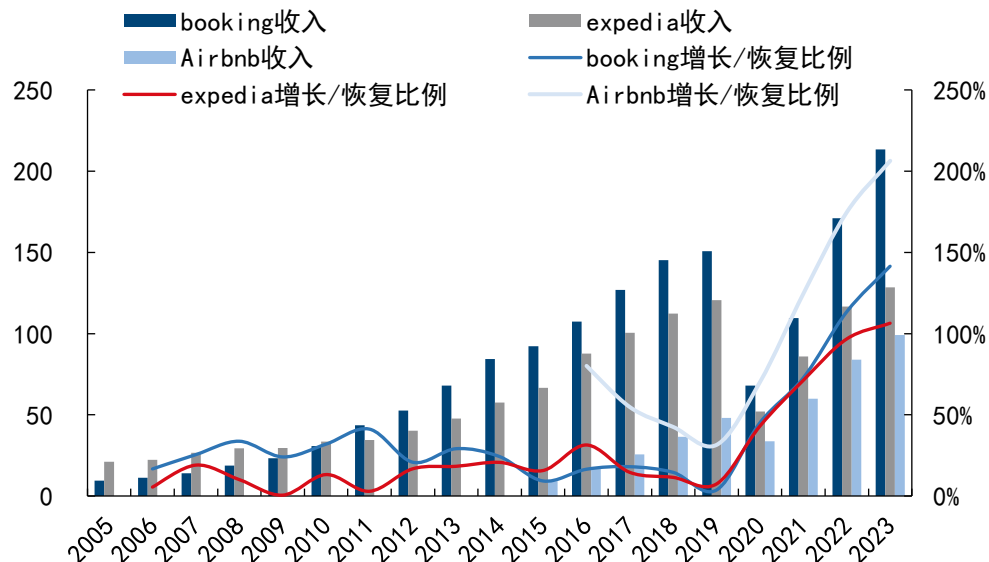


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# 欧美OTA2023年收入增长分析：收入增长与预订额趋势一致，但相对更快

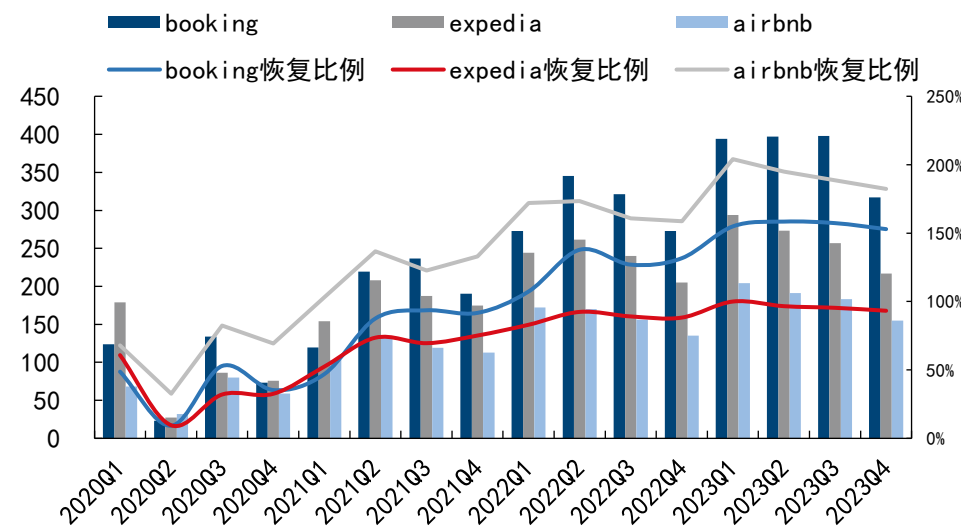
- 欧美三大OTA平台收入与其预订额恢复趋势相同，但增长快于预订额。2023年三大集团收入对比：Booking213亿美元、Expedia128亿美元、Airbnb99亿美元，分别同比增长25%、10%、18%，恢复至2019年的142%、106%、206%，普遍接近或好于预订额增长，预计是平台佣金率（take rate）稳中有升所致。2023年三大平台佣金率对比：Booking14.2%、Expedia12.3%、Airbnb13.5%，同比增加0.1pct、0.1pct、0.3pct，较2019年分别下降1.5pct、增加1.1pct、增加0.9pct，增减差异主要来自结构性变化。
- 2017-2019年OTA龙头增速逐步放缓，各自开启差异化战略驱动新增长。Booking在原有核心酒店业务（佣金率稳定）基础上开始着力于打造一站式平台，2023年其机票销量升至2019年的5倍，对收入增长有一定助力、但take rate略有拖累。而Expedia重点开展前后端（平台会员、后台技术等）的整合工作，还逐步剥离非核心业务，此外其机票预订收入因机票均价的下降仅为疫前47%，均对take rate有正向作用，但整体收入增速落后。Airbnb在美国大本营及部分其他国家运营模式逐步成熟，take rate呈现逐步向好。

图：欧美OTA Booking、Expedia、Airbnb收入及增长情况（单位：亿美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：为了可读性，本图2019年及之前增速为同比，2020年起增速为恢复度

图：海外OTA Booking、Expedia、Airbnb收入及恢复度情况（单位：亿美元，%）

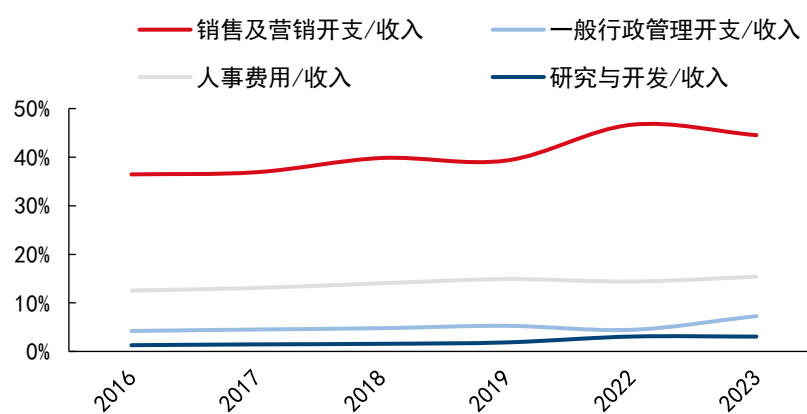


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# 欧美OTA2023年投放趋势：复苏期加大营销投放，同时提升营销效率

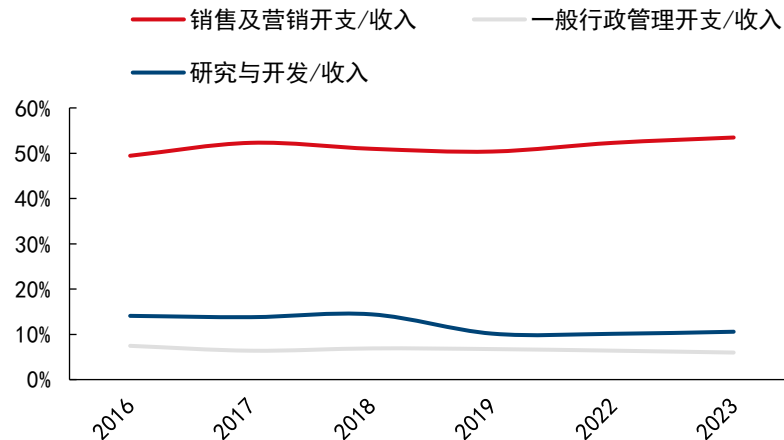
- 营销投放是衡量OTA获客成本的重要变量，营销效率的提升体现公司自身运营效能的改善，同时也受益于线上化渗透率提升红利。
- 传统OTA龙头把握疫后旅游复苏趋势，营销投放较2019年显著增加，但营销效率有所提升。为争取疫后复苏的份额，2022、2023年Booking营销及销售费用分别较2019年增长35%、61%，占收入比重较2019年增加7pct、5pct至47%、45%。伴随营销效率和直销占比的提升，公司2023年营销费率同比下降。其中互联互通的一站式平台增加用户粘性，当然背后是平台业务类别扩容、支付中心支撑以及从代理模式逐步向批发模式（2023年占比51%）转变，同时更高的直销占比、更好的投放ROI均有一定助力。Expedia表现类似，公司整合后也逐步推进全球扩张，新市场投入带来一些短期压力，但直接交易、留存率和转化率提升也助力营销效率提升。
- Airbnb营销投放绝对额较2019年变化不大，但随核心服务改进升级，营销驱动成果显著。Airbnb近三年针对用户和房东推出430多项功能和升级，使得平台预订取消量下降3成+、房源性价比相比标准酒店也进一步提升，供需增长良好，模式逐步成熟。2022-2023年营销及销售费用与2019年变动10%以内，但收入端已实现翻倍，销售费率实现15个百分点左右的降幅，也因此实现了规模化正向盈利。

图：Booking费用率变化



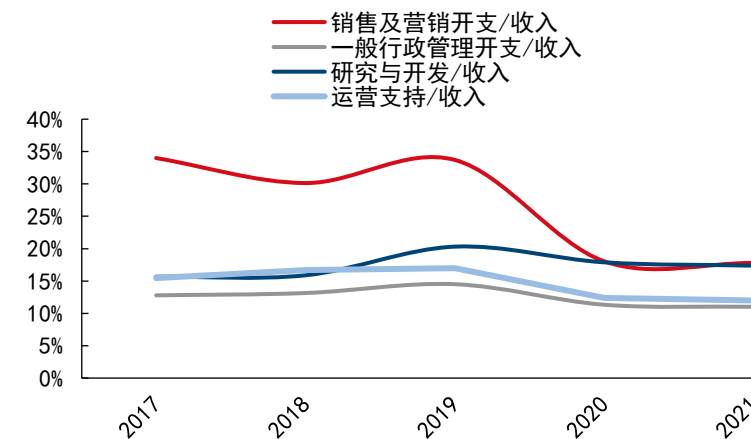
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：Expedia费用率变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：Airbnb费用率变化



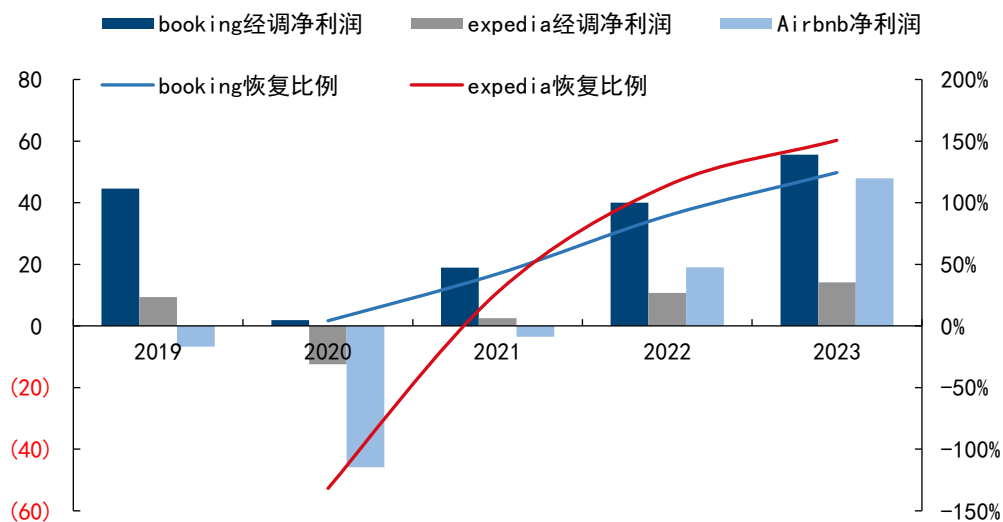
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# 欧美OTA2023年盈利能力分析：前后端提效支持下，龙头经营性盈利同比改善



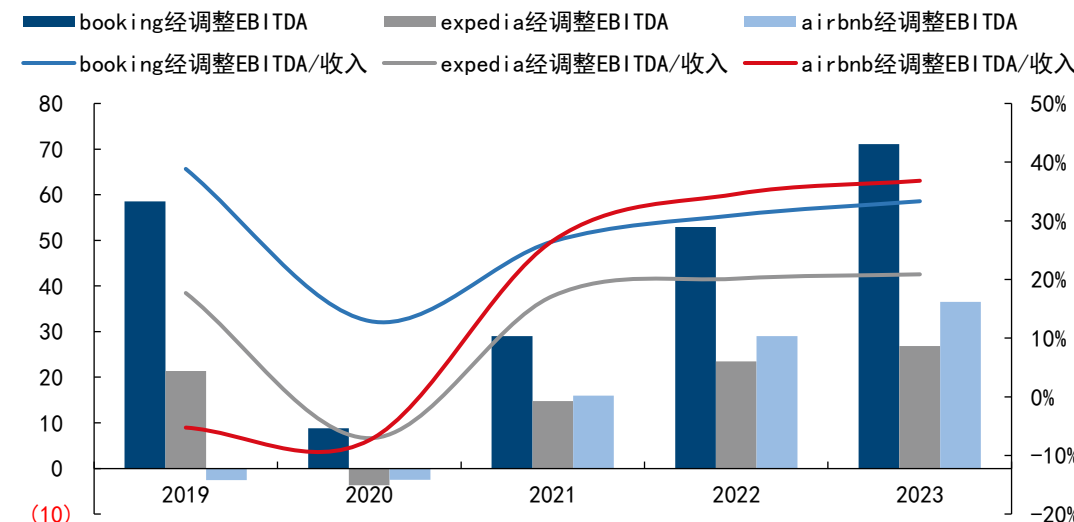
- **OTA盈利能力提升通常来自营销效率改善与规模效应下刚性成本的摊薄，盈利能力改善下经营利润同比增长均快于收入。**
- **Booking盈利能力同比提升，但较2019年仍有差距，固定费用优化但营销投放增加。**2023年公司经调整EBITDA为71亿美元/+34%，占收入比重同比增加2pct至33%，较2019年下降5.5pct，其中前述提及的营销投放和效率变化为核心影响；固定费用率（包括行政管理费、人事费用、开发费用）同比维持稳定（此处剔除西班牙反不正当竞争诉讼与荷兰养老金对费用的扰动），较2019年略有改善。
- **Expedia盈利能力改善，前后端整合提效成果突出。**2023年公司经调整EBITDA为27亿美元/+14%，占收入比重同比增加1pct至21%，较2019年增加3pct，主要系整合缩减固定费用及高利润率酒店业务占比提升。2019年起Expedia进入重组整合阶段，2023年完成了对各品牌的技术后台的整合和对登录和积分系统的统一，总部办公人员比2019年下降30%，技术人员占比由30%提升至50%。
- **Airbnb盈利已步入正轨，盈利能力领先。**2023年公司经调整EBITDA为36.5亿美元/+26%，占收入比重同比增加2pct至37%，表现突出。

图：欧美OTA Booking、Expedia、Airbnb净利润及较2019年恢复情况（单位：亿美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：欧美OTA Booking、Expedia、Airbnb经调整EBITDA（单位：亿美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

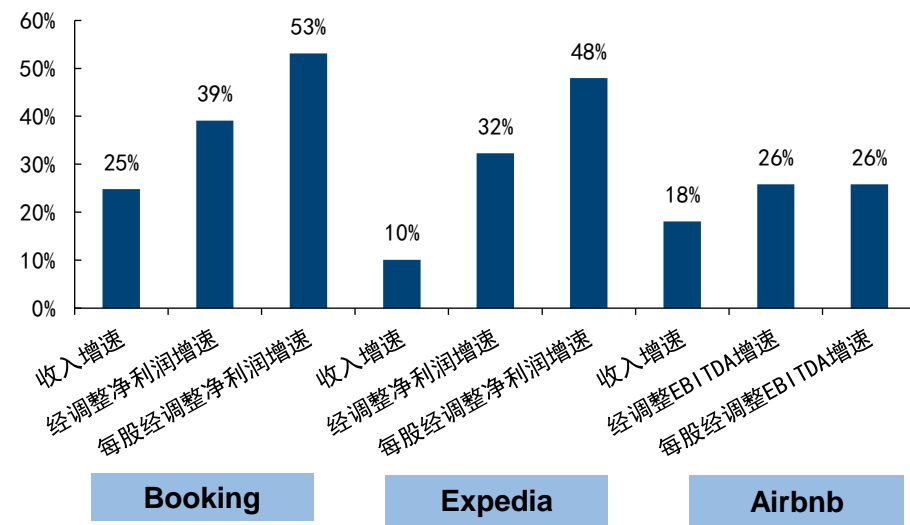
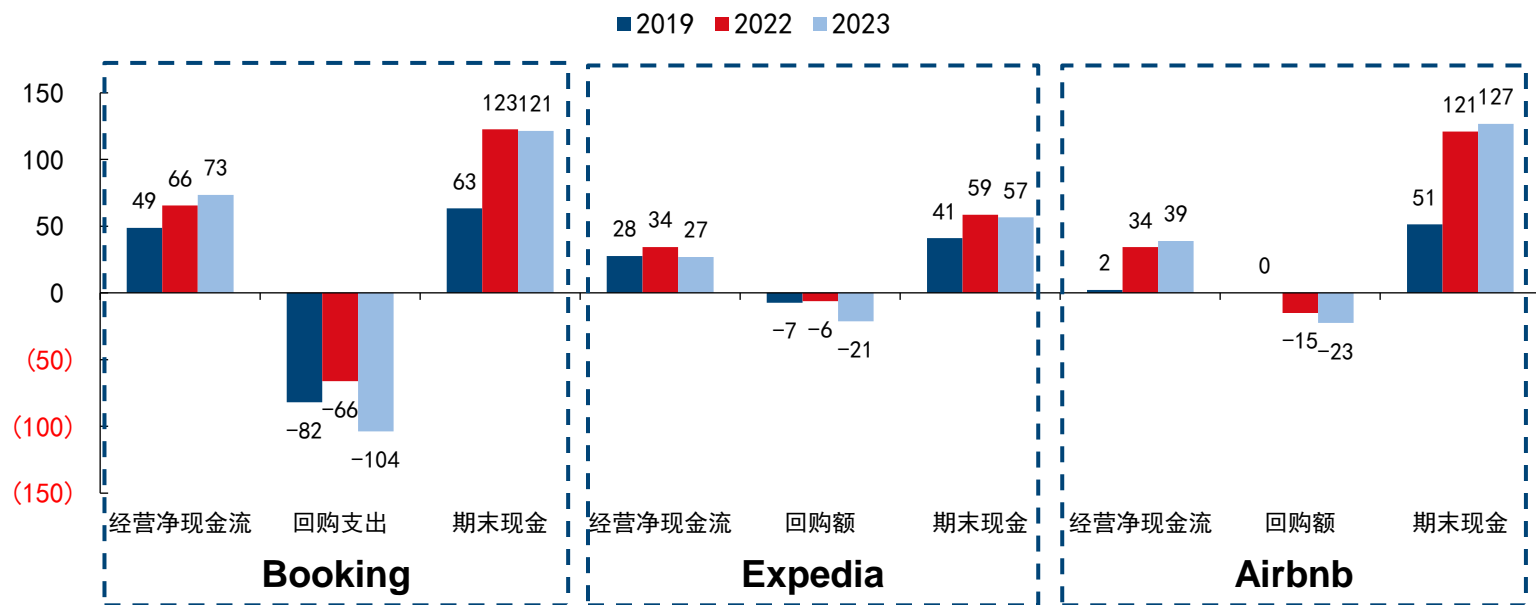
# 欧美OTA现金及股东回报分析：轻资产运营下现金流良好，大额回购支撑EPS较高增速



- OTA系轻资产运营，经营现金流量良好，即使收入增速相对减缓，其仍能通过提效及大额回购维持EPS的较高增速，有效支撑股价表现。
- Booking在2023年回购了超过100亿美元的股票，年底的股票数量比2022年减少了9%，并在2023年底宣布在2026年底之前完成240亿美元的股票回购授权，其2023年每股经调整净利润增速达53%>利润39%的增速。
- Expedia2023年回购了21亿美元股票，年末总股数同比减少11%，其2023年每股经调整净利润增速达48%>利润32%的增速。
- Airbnb2023年回购23亿美元股票，预计尚未注销（用于股权激励等），2023年股东信中宣布在剩余7.5亿美元基础上新增60亿美元额度。

图：欧美OTA Booking、Expedia、Airbnb回购及现金流情况（单位：亿美元）

图：欧美OTA Booking、Expedia、Airbnb2023年各指标同比增速（%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：本期末现金=现金+现金等价物

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- **收入端**：在2023Q1基数不低背景下，2024Q1增速普遍同环比均回落，复活节偏差（23Q2、24Q1）推动收入增长快于预定量。2024年全年增速相对常态化，基本与集团长期目标相符。**利润端**：营销效率提升及固定费用杠杆作用仍有望助力利润率持平或改善。

表：Booking、Expedia、Airbnb2024Q1与2024年增长指引

公司	2024Q1	2024
Booking	<p>客房间夜：增长4-6%（中东冲突拖累1%）                      总预订量：增长5-7%，ADR略升&amp;航班增长，外汇拖累                      收入增长：11-13%（复活节由Q2变到Q1带来3pct助力）                      调整后EBITDA：6.8-7.2亿美元，中值增长19%，利润率增加1pct                      营销费用增长：与预订量一致                      固定运营成本：增长略快于收入</p>	<p>长期发展目标为各指标增长率高于2019年增速，即收入端指标高于8%，EPS高于15%，下述为2024年指引：                      总预订量：增长7%以上（中东冲突拖累1%）                      收入：增长率与预订量一致                      固定费用：增长10-15%，预计2025年释放杠杆效应                      调整后EBITDA：增长快于收入，营销改善                      每股收益：增长14%以上</p>
Expedia	<p>总预订量：增长低到中个位数水平                      收入：增长中个位数                      EBITDA率：同比持平</p>	<p>预订与收入指标：24年基数红利解除，市场增长率将放缓，但鉴于过去几年我们对业务的运营变化，收入指标预计同比增长与2023年相对一致。                      固定费用：再精简1500人，预计带来约8,000万至1亿美元的一次性GAAP支出，主要计入Q1                      市场营销：杠杆有望体现，国际拓展拖累&amp;直接交易、留存率和转化率提升助力                      EBITDA率：同比持平</p>
Airbnb	<p>预订量：酒店间夜Q1高基数，增长率相对于2023Q4更温和；ADR持平或略升                      收入：同比增长12-14%，快于GBV增速（复活节时间迁移）                      调整后的EBITDA利润率：将同比提升</p>	<p>调整后的EBITDA利润率：≥35%</p>

资料来源：公司公告，股东信，国信证券经济研究所整理

回顾2023年，Booking、Expedia、Airbnb全年显著跑赢指数，探索背后原因：

- 一是业绩持续兑现是关键，主要系跨境出行需求复苏+在线渗透提升+龙头盈利改善综合驱动。
- 二是轻资产运营下现金流良好，OTA龙头通过大额回购，维持EPS增速快于经调整净利润，有效支撑股价表现。

展望2024年，考虑行业层面国内游与跨境游已基本完全恢复，各家公司预计2024增长相对平稳，收入增长逐步回归量的增速，同时维持利润率整体稳中有升。

- 1、2021年的渐进放开，此后经历2年时间，欧美出行基本完全恢复。2023年欧洲、北美在跨境出行恢复的助推下首次实现完全恢复，而跨境航空旅客运输量与跨境旅游人数从2022年的恢复7-8成提升至2023年的9成以上。
- 2、欧美在线旅游渗透仍在提升，格局相对稳定。疫前美国在线化渗透率75%、欧洲50%+，均仍处于提升阶段。传统OTA业务竞争整体十分稳定，疫前欧洲市场头部2家市占率超6成、美国头部2家市占率超9成，新型非标民宿通过模式创新带来增量市场，但同时也分流部分客群。
- 3、海外OTA龙头以利润率更高的酒店业务为主，通胀背景下，酒店价格抬升显著。但因企业发展阶段不同，一站式布局也成为进一步选择。
- 4、跨境出行需求复苏+在线渗透提升+通胀提价，欧美OTA行业龙头量价恢复度好于出行大盘，但需要说明因各自扩张收缩战略不同，恢复度略有差异：Booking、Expedia、Airbnb，酒店间夜量分别恢复至2019年的124%、90%、137%，平台GMV分别恢复至2019年的156%、96%、193%，收入分别恢复至2019年的142%、106%、206%
- 5、聚焦盈利能力，OTA盈利能力提升通常来自营销效率改善与规模效应下刚性成本的摊薄：Booking盈利能力同比提升，但较2019年仍有差距，尽管固定费用优化但营销投放规模增加；Expedia盈利能力同比及较疫前均改善，前后端整合提效成果突出，但营销投放规模也有增加；Airbnb较2019年扭亏，营销投放绝对额较2019年变化不大，但收入翻倍，随核心服务改进升级，营销驱动成果显著。

## 04

### 国内OTA龙头思考：2024年跨境游贡献重要增量，在线住宿结构化红利仍在

龙头股价复盘：2023年业绩靓丽下股价平稳，2024年开年业绩上修与估值修复双击

国内业务竞争：高线中长途业务格局稳定，下沉增量市场跨界玩家青睐，度假细分赛道处境不佳

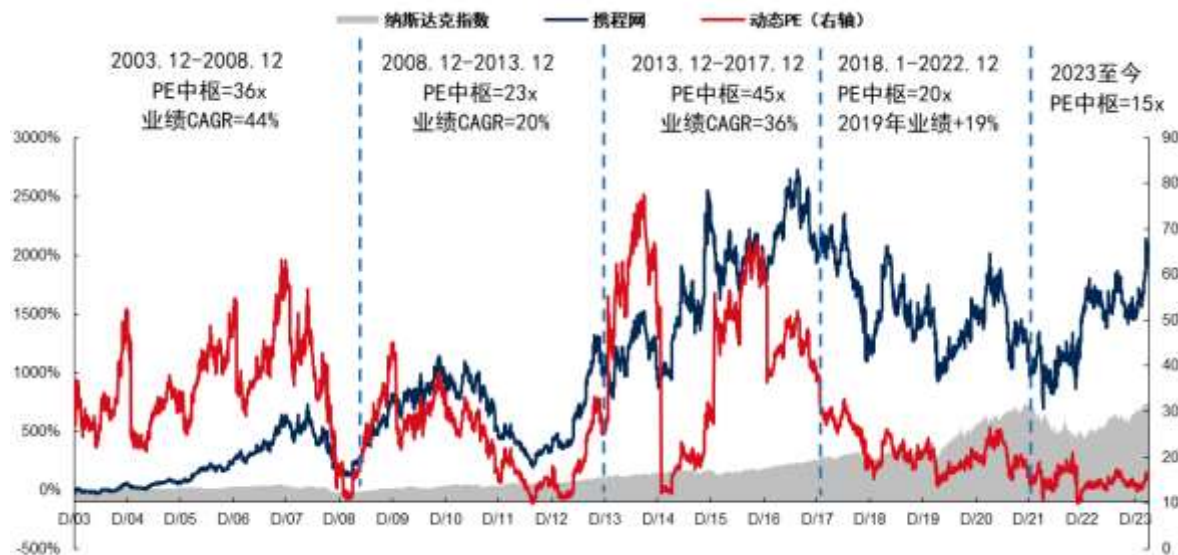
国际业务展望：海外借鉴表明出境游有望贡献2024年的重要边际增量，携程国际业务布局空间仍大

资本市场回报：成熟期良好现金流有望带来丰厚的股东回报

# 国内OTA龙头股价复盘：竞争变化与业绩兑现是影响股价的核心因素

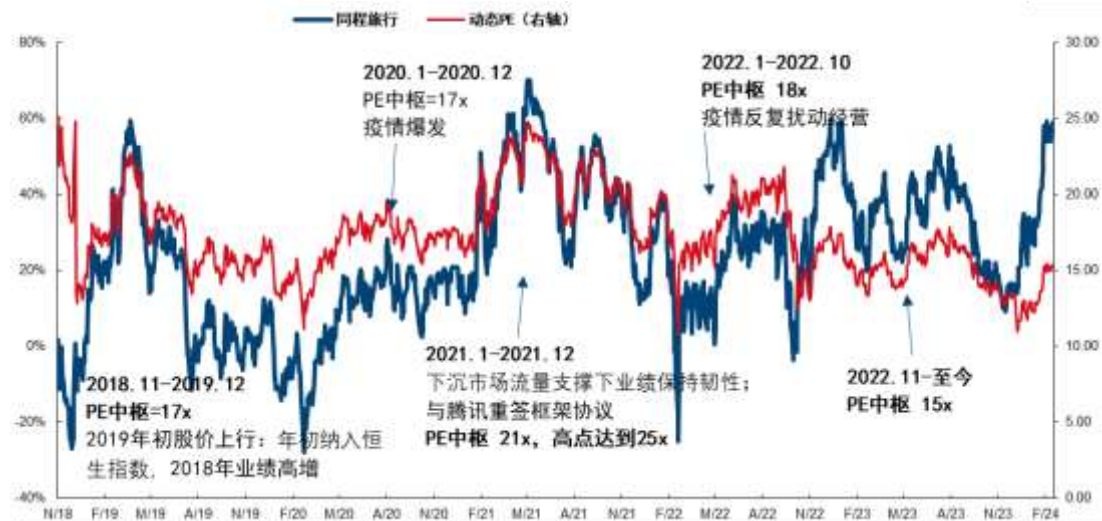
- 国内OTA龙头股价复盘：过往业绩表现与竞争变化是影响股价的核心因素。如下图所示，携程和同程历史估值波动与竞争格局、经营确定性、业绩增长直接相关。竞争加剧或业绩承压期动态估值在15-20x左右；竞争稳定期携程估值可达到30x以上，流量协议明确后同程在20-25x左右。2018年以来，伴随流量红利结束，OTA公司随互联网板块一同估值回落至10-20x。
- 2023年两大龙头股价前震荡后低，下半年出行不确定性担忧加剧。2022年末出行链复苏预期下，OTA龙头表现良好，此后业绩强劲验证支撑股价稳定；但5月后尤其下半年，出于对后续出行趋势的担忧，龙头股价调整。全年携程涨1%（业绩靓丽表现下录得相对收益），同程跌23%（存在竞争担忧）。
- 2024年开年表现靓丽，财报验证期龙头表现突出+出行趋势悲观预期缓解。进入财报验证期，Q4携程业绩表现好于市场预期，叠加春节居民出游意愿仍然高涨，缓解前期对出行趋势的极度悲观预期，同时港股资金面助力估值改善，股价反弹靓丽，年初至今携程涨25%，同程涨36%。

图：携程集团股价复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行股价复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# 携程集团：2023年业绩逐季靓丽验证，盈利能力显著超2019年



2023年是疫后完全复苏的第一年，3年的在线化渗透提升与公司内功修炼效果获得释放，携程集团获得亮眼的业绩表现：2023年携程集团Non-GAAP净利润较2019年翻倍，利润率较2019年增加11pct。2023年公司收入445亿元、归母净利润99亿元、Non-GAAP净利润131亿元，较2019年分别增长25%、41%、100%。全年Non-GAAP净利率29%，较2019年增加11pct，创新高。

- **业绩靓丽原因分析：**1) **收入端**，国内业务：Q1-3收入较2019年同期的增速边际向上，Q4国内游增速环比Q3略回落、回到Q2水平，但全年国内业务估算较疫前增长30-40%，一方面是在线化渗透的提升，另一方面是龙头份额的稳固。出境游业务：逐季恢复截至Q4已恢复到80%以上（春节已基本恢复100%），而且国际业务持续强劲增长。三者共同支撑在公司在全年出境游尚未完全恢复的情况下，收入已超2019年25%。2) **盈利能力端**，强劲回补性出游需求下及营销效率的提升促进，公司经调整的销售费用率较2019年同期下降5pct；同时公司后端效能提升也在收入释放时获得显现。

表：携程集团2023收入及业绩变化

业务分拆 (万元, %)		2019	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
收入	住宿预订收入 (万元)	1351400	348000	428500	558900	390300	1725700
		较2019年增长	15%	26%	36%	32%	28%
	交通票务 (万元)	1395200	415600	481400	536700	410600	1844300
		较2019年增长	24%	41%	44%	18%	32%
	旅游度假 (万元)	453400	38600	72200	132800	68000	314000
		较2019年增长	-63%	-31%	-19%	-12%	-31%
	商旅管理 (万元)	125500	44500	58400	59100	55950	225400
	较2019年增长	87%	89%	76%	70%	80%	
	其他收入 (万元)	246100	74400	85700	87600	95160	346800
	较2019年增长	44%	64%	27%	35%	41%	
	营业净收入 (万元)	3566600	919800	1124700	1374000	1032500	4451000
	较2019年增长	13%	29%	31%	24%	25%	
成本	毛利 (万元)	2829400	756100	924000	1127300	831500	3638900
	毛利率	79.3%	82.2%	82.2%	82.0%	80.5%	81.8%
期间费用	经调整研发费率	27.3%	27.1%	24.0%	24.0%	26.2%	25.3%
	经调整管理费率	7.4%	7.9%	6.5%	5.9%	6.5%	6.6%
	经调整销售费率	25.7%	18.7%	20.5%	19.8%	22.2%	20.3%
	经调整EBITDA		280000	370000	462000	290000	-5.3%
盈利	经调整EBITDA		31%	33%	34%	28%	
	Non-GAAP OP margin	18.9%	28%	31%	32%	26%	29.6%
	Non-GAAP归母净利润 (万元)	652700	206500	343400	489700	267500	1307100
	较2019年增长	18%	158%	113%	123%	100%	
	Non-GAAP归母净利率	18.3%	22.5%	30.5%	35.6%	25.9%	29.4%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

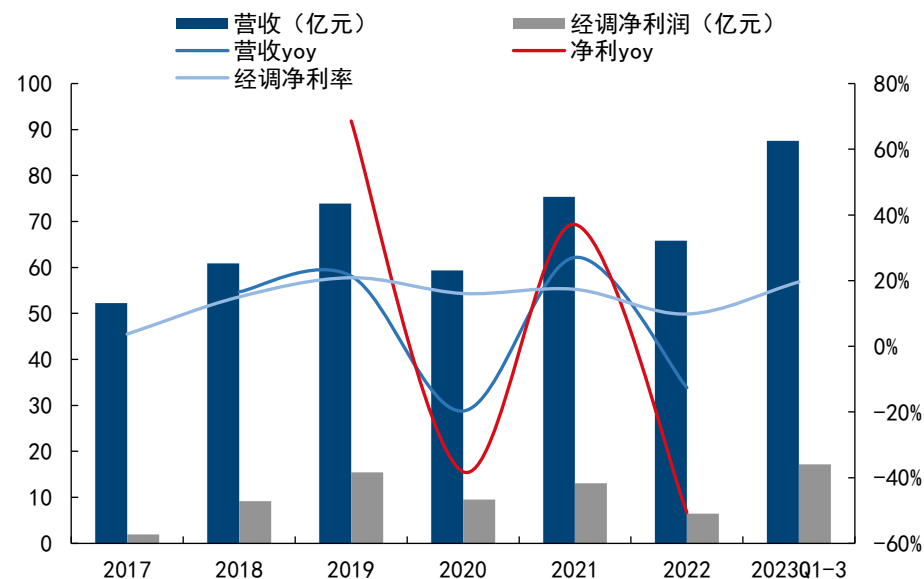
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 同程旅行：2021年各项经营指标已超疫前，2023年前三季度收入较2019年同期增长61%



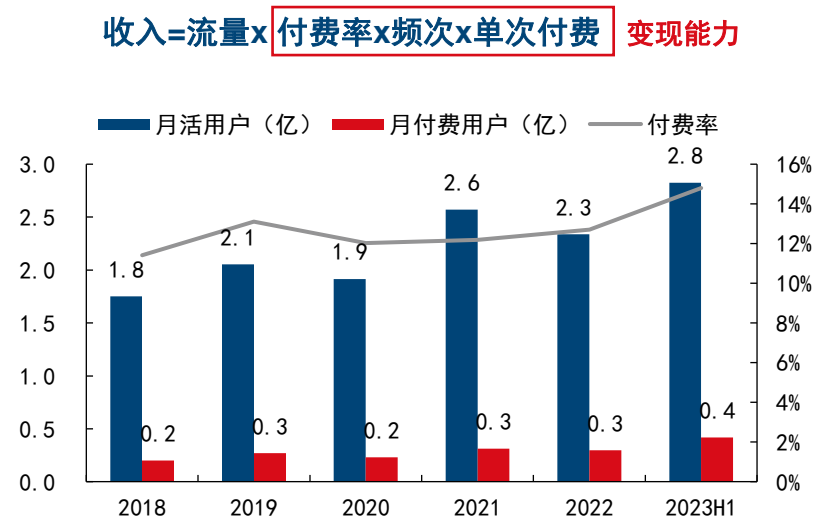
- **同程旅行：公司早在2019年下半年就把聚焦下沉市场就是同程旅行五大战略中最重要的战略，围绕下沉市场，平台产品和服务也进行了一系列改造：1) 流量端，深化微信小程序挖潜+线下扫码获客；2) 供应链端，为下沉市场单体酒店提供PMS系统，为机场提供智能解决方案；3) 平台端，打造一站式平台，丰富出行场景，并推出慧行系统（提供换乘组合方案），满足下沉市场需求。**
- **公司充分分享下沉市场红利，2021年各经营指标已超2019年，2023年前三季度公司收入增长领先行业。**2023Q1-3，公司收入87.5亿元/+72.1%，归母净利润12.4亿元/同比扭亏，经调净利润17.2亿元/+182.0%，**较2019年同期分别增长61%、111%、42%**。在下沉战略下，2023上半年公司平均月活实现2.8亿人次，较2019年提升**38%**。基于将近3亿的月活流量，公司逐步提升变现能力，2023Q1-3公司平均月付费流量较2019年同期增长**58%**，可见变现率的提升成效。但扩大的市场营销也使得利润率略低于疫前。

图：同程旅行2019-2023Q1-3收入及业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：同程旅行月活及月付费用户变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 国内OTA龙头思考1.1：携程高线城市出行壁垒深厚，拥有中高星酒店业务话语权



■ 携程在国内高线城市壁垒深厚。OTA龙头的成长伴随了竞争与价格战，但此后又在资本支持下走向并购整合，共赢发展。经过20多年的发展，国内OTA内部格局相对稳定，2019年携程的酒店间夜量占在线住宿行业27%的情况下GMV仍占比47%、占据行业绝对龙头，同时在放开后的异地出行中获得良好份额再次验证“高线城市、中长途游、中高星级”环节的深厚壁垒（我们此前携程集团深度报告关于公司流量与供应链端的竞争优势有过详尽分析）。根据我们跟踪估算，携程平台中高星酒店贡献平台酒店间夜量约一半，但几乎贡献全部酒店端利润。

图：OTA龙头整合历程

国内OTA整合历程				
	携程	去哪儿	艺龙	同程
PC互联网时代	1999年，创办携程网 鼠标+水泥战略，接连收购现代运通、北京海岸		1999年，创办艺龙网 早期核心收入来自广告	
	2003年，纳斯达克上市	2005年，成立去哪儿网，线上机票比价+交易	2004年，纳斯达克上市，expedia成为第一大股东，引入国际酒店资源	2004年，同程网络创立
	2007年后，稳定发展		2007年，走差异化路线，深入二三线城市	
2012年起移动互联网时代	行业竞争加剧	2011年，百度成为第一大股东	2011年，全国团购酒店模式兴起；引入腾讯作为第二大股东	
	梁总回归，拇指+水泥战略，直面竞争	2013年，纳斯达克上市	2008-2013年酒店预订间夜数复合增长率45.2%	2012年，腾讯多轮投资，2012年中国景区门票预订网站的第一名
	2014年，投资同程		2014年寻求同程合作	2014年，携程投入2.2亿美元入股同程，成为第一大股东
	2015年，先后投资艺龙、与百度换股收购去哪儿	2015年，百度与携程达成股权转让协议	2015年，Expedia与携程等达成私有化协议，携程成为第一大股东	2015年，成为微信钱包及手机QQ钱包火车票机票入口独家运营商
	2016年，加大国际化布局，收购全球领先的旅游搜索平台天巡		2016年，退市	2017年，同程网络与艺龙旅行整合
	2017年，收购Trip.com	2017年，退市		ALL in小程序战略
	2019年，成为MakeMyTrip最大股东			2018年，在港交所上市
	2021年，在港交所上市			

图：2019年在线住宿预订主要参与者

	竞争优势	目标客群	按GMV占比	按间夜量占比
携程	强大酒店资源+高用户粘性	商旅客群	47%	27%
美团	低线城市酒店资源	长尾客户	15%	50%
去哪儿	用户粘性	商旅客群	13%	6%
艺龙	微信流量资源	长尾客户	10%	10%
飞猪	阿里流量资源	文艺青年	7%	5%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：艾瑞咨询、Trustdata、证券经济研究所整理

# 国内OTA龙头思考1.1：龙头盈利能力提升反映稳定的格局和优异的模式

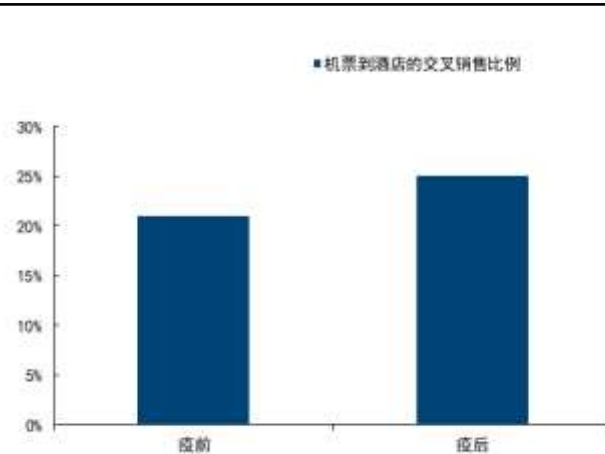
- 携程集团2023年利润较2019年翻倍增长分析：前端流量变现效率提升，后端成本管控强化，反映格局的稳定与模式的优异。
- 国内旅行的出游形态逐渐碎片化，逐步依赖线上口碑推荐。如前文所述，年轻化及个性化带来了更强自由行活动趋势，而对线上口碑推荐也进一步推动在线化率提升，2023年携程碎片类资源的定制游数量较19年增长30%，定制师团队规模超2019年30%。
- 前端：公司顺应行业趋势，垂直产业链全覆盖优势叠加内容战略加持，流量转化效率显著提升。2020年10月，携程提出“深耕国内”战略，其中包含深耕内容、深耕产品、深耕质量、深耕供应链四大维度。其中内容以直播与榜单为核心，平台垂直产业链全覆盖优势叠加内容加持后进一步提升营销效率。根据亿邦动力网报道，而携程平台预售产品的核销率远在30%以上，相较于其他内容平台在转化上存在天然优势。借助旅游大数据与AI技术，每张榜单背后时是平均500万次的运算和人工校验，提升推荐可靠度。2023年携程口碑榜为商家贡献了23%的流量和近10%的GMV，Trip.Best榜单海外用户2023年日均访问量同比增长超5倍。从需求端，携程用户满意度也有提升，NPS（净推荐值）Q4比Q3环比提升2成。整体上，基于AI赋能的内容战略，2019年以来公司营销效率显著改善，2023年销售费用率控制在22%以内，也侧面反映了头部格局的相对稳定。

图：公司内容推广策略



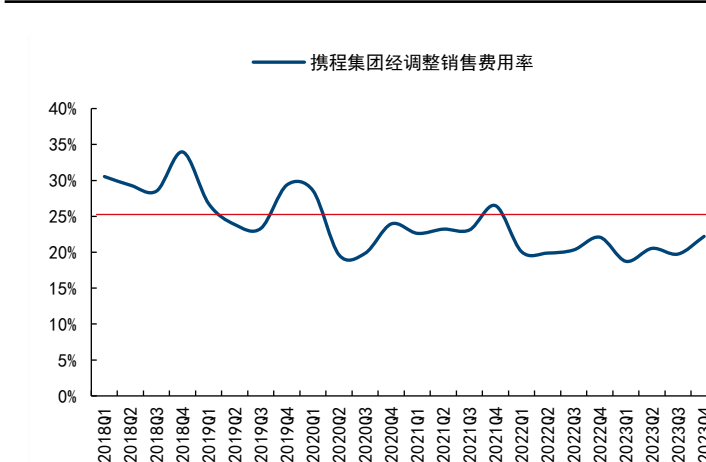
资料来源：携程全球合作伙伴峰会、国信证券经济研究所整理

图：疫后公司交叉销售比例提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：公司经调整销售费用率变化

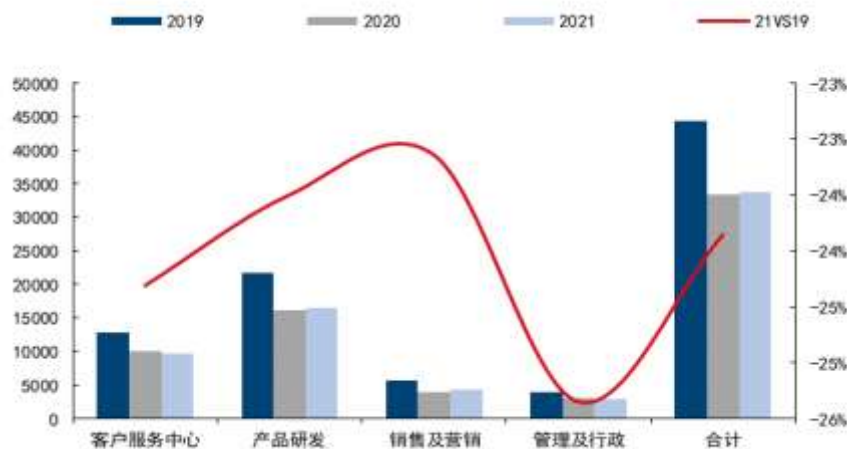


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 国内OTA龙头思考1.1：龙头盈利能力提升反映稳定的格局和优异的模式

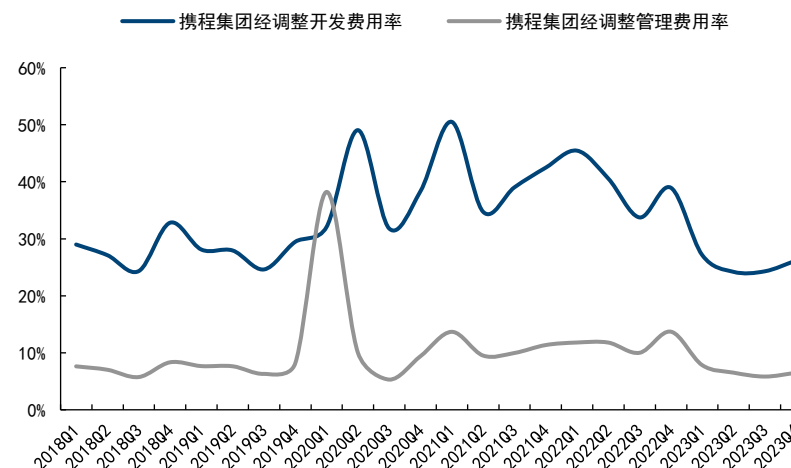
- **后端：技术迭代与流程优化促进公司成本控制改善与高效产品输出。**2020年年底集团员工比19年年底下降20%，客服团队由2019年的1.1-1.2w人降低至0.9-1w人。2023年公司先后推出携程问道与TripGenie旅游行业垂直大模型，结合携程现有精确的结构性实时数据以及携程历史训练的机器人和搜索算法，有效改善营销效率、开发和客户服务团队的生产力和效率。从成本费用端看，公司call center自动化率进一步提升，AI机酒自动化处理解决率70%+，有效提升毛利率水平；同时，地推团队通过后端系统升级，一键解决原本需要面对面或一对一电话沟通的问题，提升人效，有效改善开发费用率。疫后人员精简，加之固定成本杠杆推动，2023年公司开发与管理费率也改善显著。
- **总体而言，1、营销投入是OTA平台的重要可变成本，反映获客成本与竞争格局。**海外OTA平台目前仍有一部分流量来自外部搜索等平台，疫后获取份额过程中营销费率较2019年仍有抬升；携程集团流量主要聚集在APP端，粘性相对更强，壁垒深厚，同时通过内容端的持续优化，最终实现营销效率的大幅改善，尽管有部分补偿性需求的释放助力，但背后仍能反映公司作为国内高线城市中长途游头部玩家地位的稳定性。**2、人员成本是OTA平台的重要固定成本，随收入扩张有望发挥杠杆效应，技术与流程优化进一步助推效率改善。**同时，借助技术与流程管理经验，在保证正常运作与服务基础上，能够实现最大限度的降本提效，在疫后收入放量后在盈利能力上获得一次性体现。

图：公司员工变动情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：公司经调整开发费用率与管理费用率变化

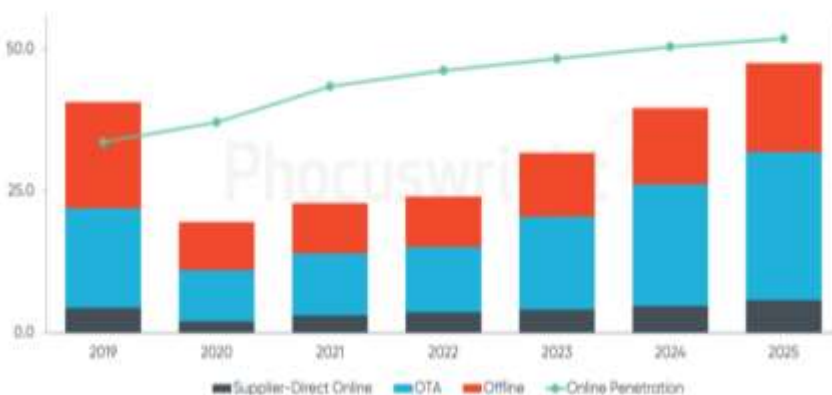


资料来源：公司公告、Wind、证券经济研究所整理

# 国内OTA龙头思考1.2：同程分享下沉红利，在线住宿仍有较大渗透空间

- 国内在线交通占比最大但航铁渗透见顶，下沉市场在线旅游有较大提升空间。根据多家第三方平台统计，2019年我国在线旅游市场规模在1-1.8万亿元。其中，在线交通预订交易规模占比最大，在70%左右，2016-2019年CAGR为23%。住宿占比虽不高但增速相对较快，2019年在线住宿预订规模占比19%，且呈上升趋势，2016-2019CAGR达28%，2020年占比在21%，根据phocuswright，2020-2023年我国酒店在线化渗透率持续提升，并预计有望从2020年的57%攀升至2025年的67%，成为在线旅游市场核心驱动力量。疫前低线酒店连锁化线上化率均比高线城市低20%左右，仍有较大提升空间。但需要说明尽管OTA对单体酒店议价能力相对更高，但下沉市场价格敏感性也相对更高，从而使得佣金率相对平衡。
- 同程旅行充分分享下沉出行红利。同程2019年重点布局下沉市场以来，通过深耕微信流量算法与转化（2023年其小程序使用活跃度始终居全市场前三），以及后端对交通与酒店供应链的数智化赋能，深度参与线上渗透。2023年前三季度收入较2019年实现61%的增长，充分分享下沉增长市场红利。

图：我国住宿预订按渠道划分



资料来源：phocuswright、国信证券经济研究所整理

图：同程旅行各季度月付费用户



资料来源：公司公告、Wind、证券经济研究所整理

图：2023年同程旅行小程序使用排名居前（以10月为参考）

排名	小程序名称	领域	阿拉丁指数	环比
1	同程旅行订酒店机票火车票门票	旅游	10000	1 ↑
2	看一看	视频	9504	1 ↑
3	滴滴出行	生活服务	8563	2 ↓
4	美团   外卖美食买菜酒店电影购物	生活服务	8546	1 ↑
5	腾讯天气	工具	8498	1 ↑
6	京东购物	网络购物	8345	2 ↓
7	BOSS直聘   招聘求职找工作	生活服务	8000	1 ↓
8	国航客户商城	商务办公	8007	1 ↑
9	拼多多	网络购物	8000	1 ↓
10	携程   跟团游酒店预订租车自驾游	生活服务	8132	4 ↑

资料来源：阿拉丁研究院、证券经济研究所整理

# 国内OTA龙头思考1.2：下沉竞争消费场景存在差异，竞争态势或边际好转



■ 围绕下沉增量市场的竞争是近几年持续讨论的话题，美团与同程旅行消费场景侧重点有差异。我们曾在同程旅行深度报告中详细对比其与美团在流量、供应链及消费场景差异，二者虽然有交叉但侧重点差异较大，部分内容可参考右表。

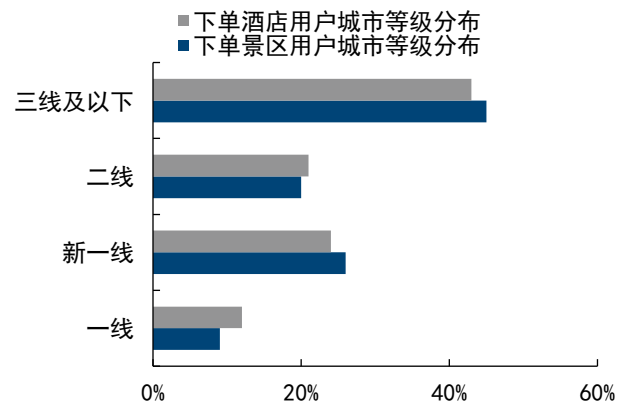
■ 继强势入局电商后，抖音加码本地生活、酒旅业务布局，但竞争或边际趋缓。根据环球旅讯，抖音2023年酒旅GMV目标或超300亿，加码相关布局。2023年抖音5月上线日历房功能，从预售到现售转变。分析其用户消费场景，根据官方报告，2023年1-9月抖音文旅订单中，非一线用户下单占比9成左右，用户搜索也更倾向于民宿在内的度假酒店，这一结果与其本身内容导向+性价比属性更适配。佣金率收取也可进一步说明，据36Kr报道，2023年抖音收取民宿的平台佣金从4.5%上升至6%，酒店维持4.5%。目前短视频类平台核销率仍相对不高，同时重线下履约的全产业链业务搭建难度相对不低，平台投入产出比或也需平衡，今年以来也因为盈利能力要求预计激进竞争相对放缓。

表：四川乐山市为例（低线旅游城市），分别比对美团及同程旅行小程序上二者酒店的差异（2022年12月价格；元/晚）

	美团	同程旅行
推荐前20均价	155.8	216.2
最高价排序前十均价	525	2710
最低价排序前十均价	32	30
销量前十酒店类型	电竞房+影视客栈占30%	中高端度假酒店占60%
销量前十酒店分布	大学附近占70%	美食街+高铁站占60%
合作酒店类型	本地独立/小连锁居多	全国连锁/区域大连锁居多
主要客群	学生/小镇青年	商务人士/年轻白领

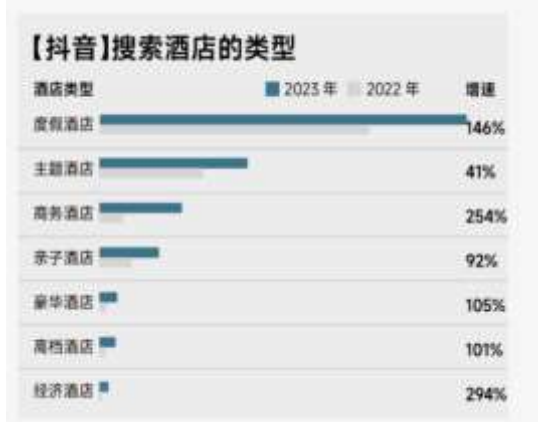
资料来源：美团APP，同程旅行小程序，国信证券经济研究所整理

图：抖音文旅下单用户城市分布（2023年1-9月）



资料来源：巨量引擎城市研究院、证券经济研究所整理

图：抖音用户搜索酒店类型分布（2023年1-9月）



资料来源：巨量引擎城市研究院、国信证券经济研究所整理

表：抖音布局在线旅游情况

2018年	与OTA平台合作，抖音侧重导流
2020年	上线“门票预订”“酒店预订”“团购”等功能，逐步建立交易闭环
2021年	内侧“山竹旅行”小程序
2023.05	上线日历房功能
2023.07	酒旅业务升级为抖音生活服务一级部门，与到店业务平行

资料来源：36Kr，国信证券经济研究所整理

表：抖音软件服务费率标准

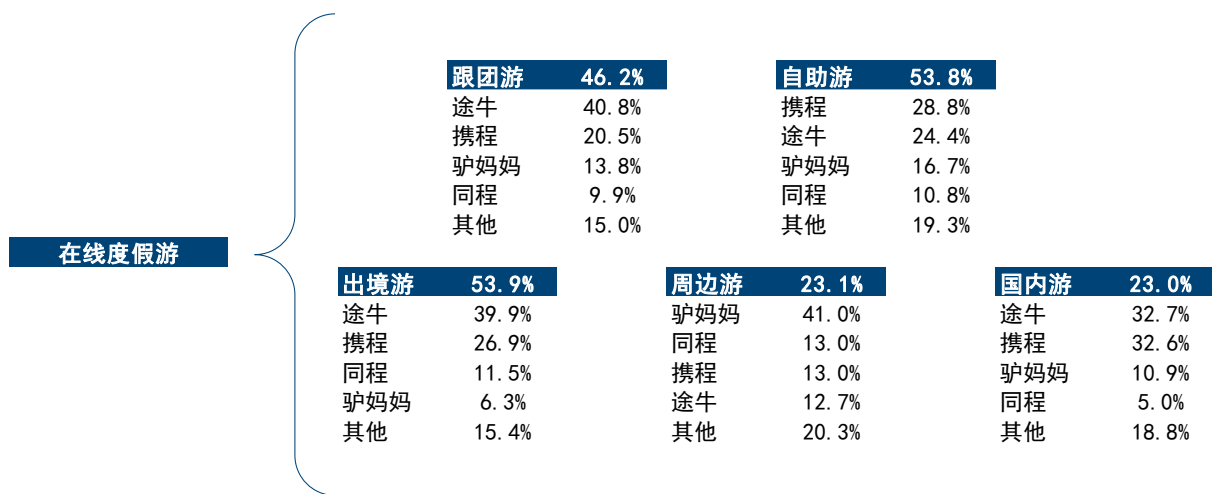
类目	费率
美食	2.50%
住宿	4.50%
游玩	2.00%
休闲娱乐	3.50%
丽人	3.50%
结婚	8.00%
亲子	4.50%
教育培训	4.50%
其他	3.50%

资料来源：巨量学官网，国信证券经济研究所整理

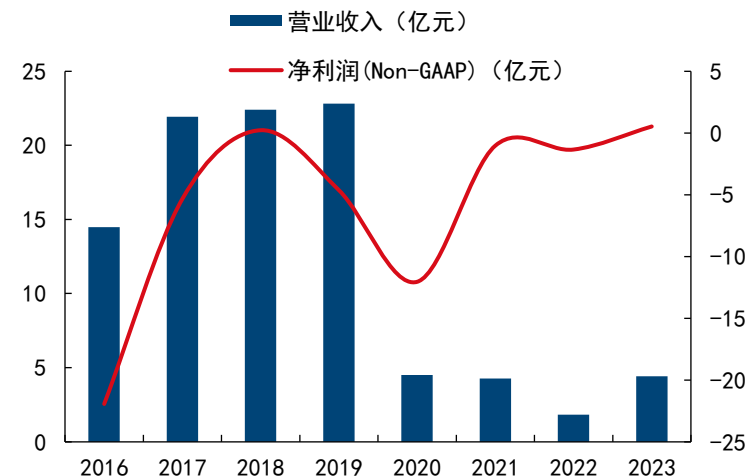
# 国内OTA龙头思考1.3：在线度假细分赛道小龙头的处境不佳

- 专注在线度假的途牛、驴妈妈曾经作为赛道新锐玩家，与龙头差异化竞争，前者更侧重跟团游、后者更侧重自助游，先后登陆资本市场。
- 途牛2023年利润创IPO后新高，但营收较疫前仍有较大落差，整体商业模式待验证。途牛成立于2006年，2014年赴纳斯达克上市，2023年公司营收达4.4元，同比增长140.3%；跟团游业务营收为3.3亿元，同比增长374.1%。毛利为2.9亿元，同比增长227.9%。净亏损为1.0亿元，Non-GAAP下归属于公司股东净利润为5260万元。整体而言，虽然得益于严格的成本费用控制公司经调业绩创下IPO以来新高，但营收与高峰期(2019年为23亿元)相比不在一个级别。公司目前市值在一个亿美金左右，整体商业模式仍处于待验证阶段，低频跟团消费引流成本高，高频单项消费已经是龙头格局固化。
- 驴妈妈曾挂牌新三板，最新已暂停正常运营。驴妈妈成立于2008年，以景点门票为重点，切入自助游细分领域，曾经参与“一元门票”补贴大战获得较高营收增长，2015年末以“景域文化”成功在新三板挂牌，当年实现总收入31亿元，此后因创始人内部发展规划和资本运作规划需求于2017年退市。从既有的公开公开信息看，公司2018年尚未实现盈利。目前，驴妈妈的官网、App、小程序等已不能正常使用，微信公众号已于去年5月停更，预计与过往三年的重创及母公司深陷多类法律诉讼等相关。
- 整体而言，在赛道强者恒强的背景下，流量、供应链、资本优势不足的小玩家面临较大生存压力或尚处于模式验证期，预计头部集中仍是趋势。

图：疫情前 在线度假GMV结构



图：途牛营收及净利润变动情况



资料来源：艾瑞咨询、证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、证券经济研究所整理

- 产业链仍需重构、航班签证限制下，2023年出境游复苏渐进。过去三年出境游业务基本冰点，整个产业链企业出清，专业人员流失较严重，加之航班运力与签证的限制，2023年出境游复苏渐进。
- 供给端资源人员活跃、需求端自由行倾向，助力公司好于出境游行业大盘复苏。从供给端来看，携程本身系一站式平台，海外业务人员端储备良好，资源本身较为充分，且近三年一直通过纯海外业务持续强化海外供给，出境游重启前期供需暂时错配有释放较大弹性。此外，鉴于高端、特色化的小团定制、自由行产品以其行程灵活自由、体验性强、服务贴心暖心等特色，受到广泛追捧，而公司全面覆盖跨境出行+住宿与跟团游，有望承接消费者不同阶段的动态需求。基于此，公司出境游业务持续领先行业，Q1/Q2/Q3/Q4出境机票和酒店预订量分别恢复至约40%/60%/80%/80%+，始终快于行业航班恢复量15%/37%/50%/60%。

图：我国民航国际客运航班量周度趋势

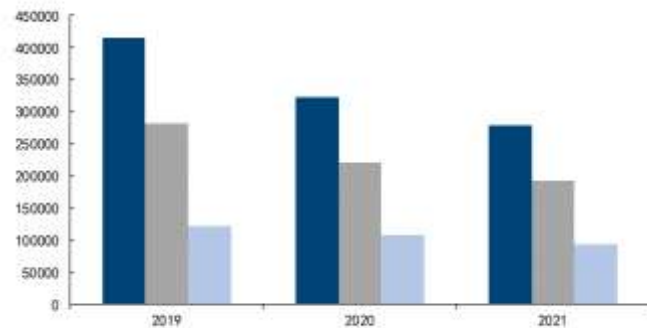
图：过去2-3年旅游从业人员持续减少

图：携程出境游恢复有望领先行业

我国民航国际客运航班量周度趋势(班次)



旅行社从业人员、大专以上学历从业人员、签订劳动合同导游



资料来源：航班管家、国信证券经济研究所整理

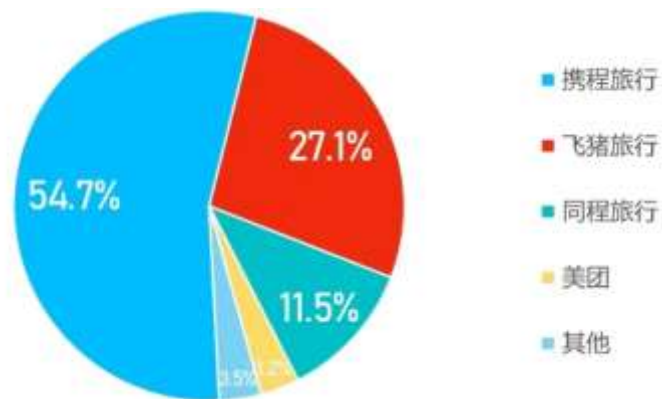
资料来源：文化和旅游部，证券经济研究所整理

资料来源：文化和旅游部，证券经济研究所整理

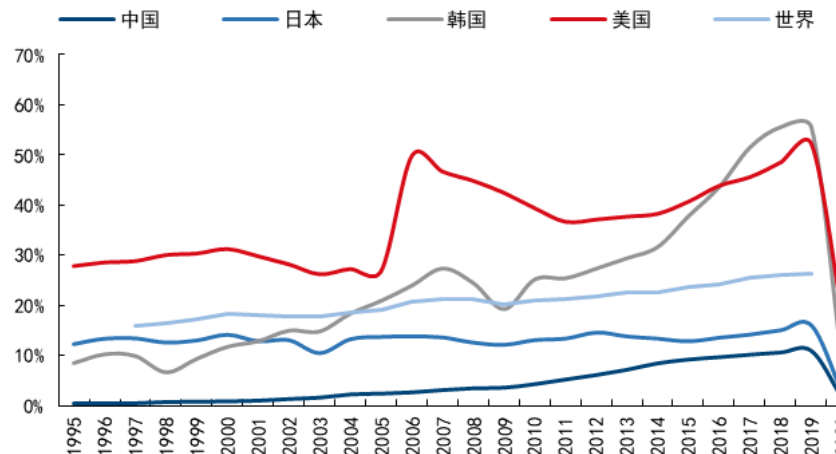
## 国内OTA龙头思考2.2：出境游短期是重要边际增量，中线OTA有望充分享受渗透提升

- 短期看，借鉴海外跨境业务恢复节奏，出境游将成为2024年的重要增量。参考海外跨境业务放开后第2年有望达到9成+恢复度，伴随航班量复苏及国际签证环境的改善，预计出境游将成为国内OTA平台2024的重要边际增量，出境游占比较大的携程集团有望受益。
- 长线看，国内居民出境游渗透空间仍大，伴随一线向二三线延伸，2028年总人次有望突破2亿，依托“供应链+服务”核心优势，及行业线上渗透率提升，OTA有望获得行业增量。2019年中国出境游规模达到1.55亿人次，总渗透率约11%，横向对比全球约26%仍有较大提升空间。结构上看。以2018年为例，一线城市渗透率接近全球平均水平，二三线分别仅17%、4%，随着二三线居民消费水平提高，出境渗透有望提速。根据《中国出境旅游手册2023》，预计中国出境游人数将在2028年突破每年2亿人次大关，并于2030年达到2.28亿，按照2019年水平，不考虑疫情及恢复年份2020-2024年，则对应CAGR=5.85%，则公司出境游业务中线CAGR有望达12-18%。此后伴随散客出行逐步提升及线上化率提升，预计OTA平台增速有望快于行业，其中龙头有望获得更多份额。

图：2023年7月中国OTA平台出境游市场份额分析(服务人次口径)



图：各国出境游渗透率对比



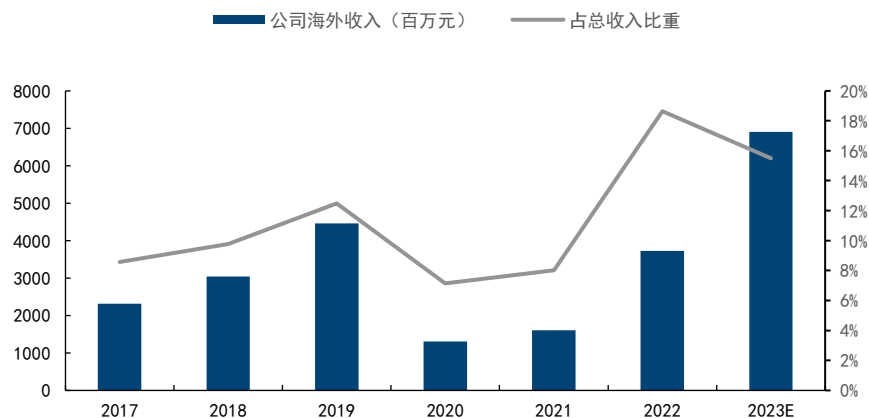
图：出境游城市类别占比



# 国内OTA龙头思考3：2023年携程国际业务较疫前翻倍增长，OTA出海先锋

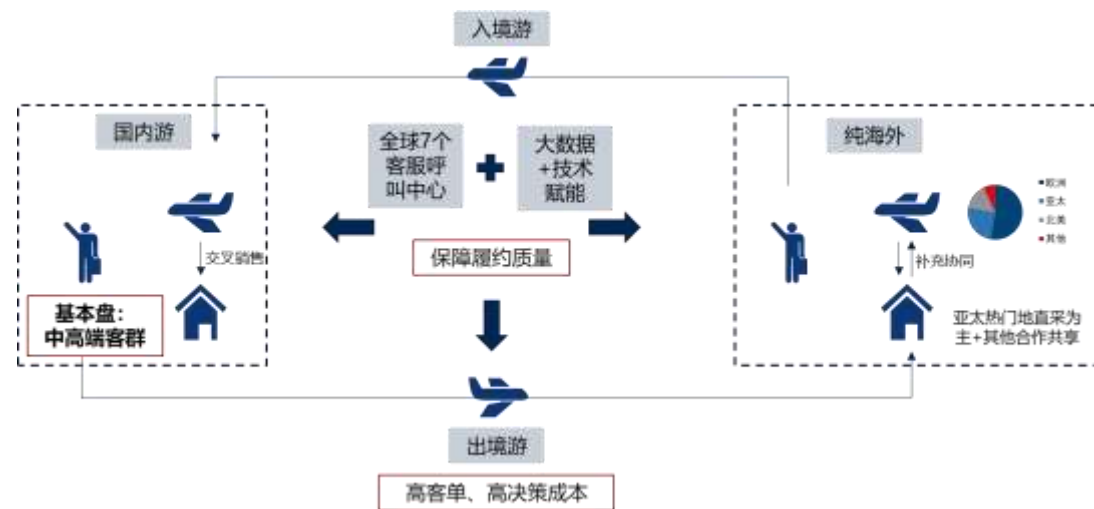
- 2023年携程集团国际业务占收入比重较2019年翻倍，公司预计未来3-5年有望占比15-20%。2023年公司海外业务收入估算超70亿元，较2019年实现翻倍，占总收入比重预计超过15%，较2019年占比12%有所提升；其中预计天巡较2019年预计增长20%左右，Trip.com低基数下实现翻倍式增长。公司预计未来3-5年，国际业务占比有望达到整体收入的15-20%。其中，Trip.com在全球39个国家和地区设有48个站点，提供24种语言、接受29种当地货币交易，作为国际版“携程”发展。事实上，国际业务与出境游业务可共用供应链资源，业务协同发展有望发挥更高的规模效应。
- 考虑公司是出行链中出海业务探索的先行者，接下来我们重点分析公司在海外的扩张路径以及市场情况。

图：携程集团海外业务收入及占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：携程主营业务可以充分协同，发挥规模效应



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 国际业务扩张路径探讨1.1：OTA属地化特征明显，收并购最直接快速



- 考虑OTA属地化特征，由于本土企业在供应链资源的先发优势、流量端的心智及习惯把握，天然优于外来品牌，这也是为什么全球三大洲OTA龙头各占山头的重要原因，全球化做得相对不错的企业在扩张路径上也有一定共通点。事实上，我们此前总结OTA竞争优势主要体现在“流量、供应链、平台端”三方面，其海外扩张的探索，也正是搭建这几方面优势的过程。
- 1、扩张路径一：资本先行，通过收购或投资当地企业快速拓展新市场，直接获得资源、流量与技术。携程的国际化战略，最早可追溯到2009年，期初主要是为国内居民出境游搭建海外资源，2016年国内格局相对稳定后加大国际扩张步伐，其中较为重视有供应链积累、用户沉淀、技术创新的公司，比如先后投资MakeMyTrip、Skyscanner、Trip.com、TripAdvisor等平台，实现跨区域、跨行业的综合布局。目前集团已初步完成在亚洲、北美和欧洲的探索，形成“搜索比价平台+在线旅游预订平台”品牌组合，彼此协同发展。但好标的与好价格有时需要天时地利人和，与当地国际平台、当地供应商、旅游相关官方部门的战略合作往往也能有效打开空白市场。比如携程最开始与Booking集团共享库存，获得海外酒店资源，随后才逐步建立直采团队。

表：携程海外投资收购情况

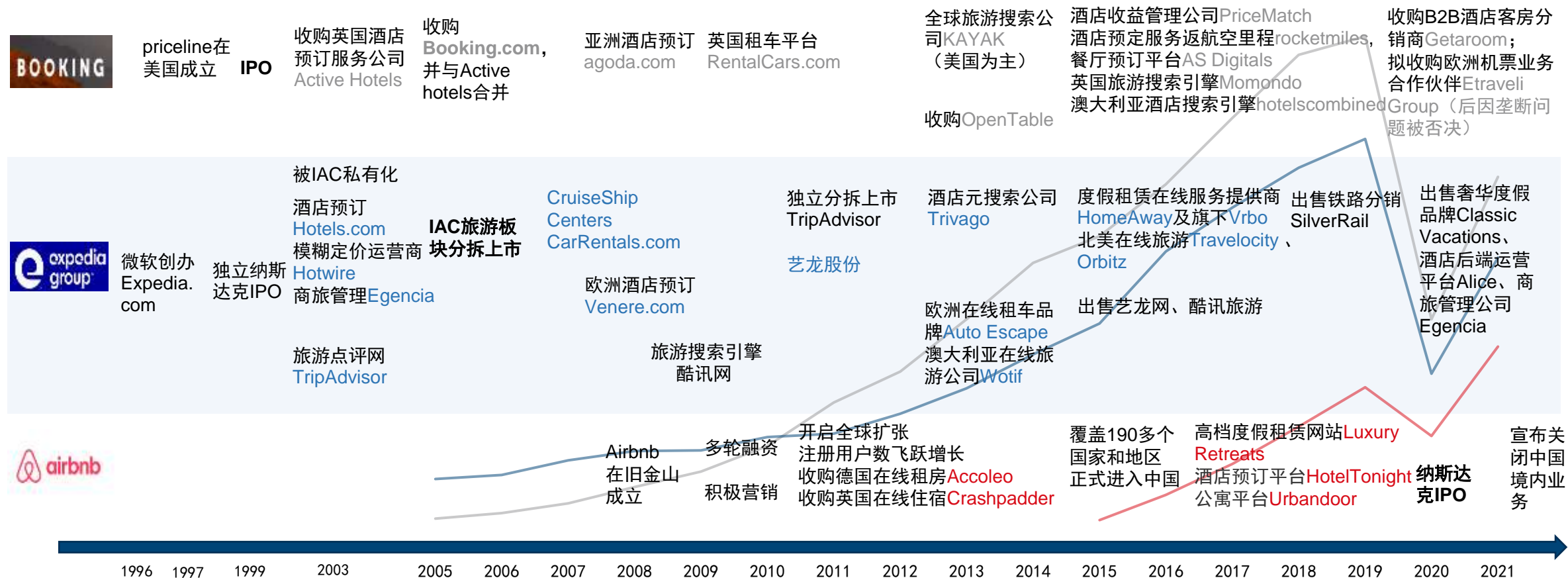
公司名	领域	国家或地区	交易时间	备注
Tours4fun	在线旅行社	美国	2013	估计超1亿美元，51%股权，2019年获得实质控制权
Travelfusion	低成本航空整合分销平台	英国	2015	7.21亿元，70%股权
MakeMyTrip	一站式OTA平台	印度	2016、2019	携程持有的MakeMyTrip49%投票权，对价包括价值10亿美元的若干携程新发行的普通股，以及携程先前所持2亿美元股权投资
纵横集团	地接社	美国	2016	战略投资
海鸥旅游	地接社	美国	2016	战略投资
skyscanner	机票搜索平台	英国	2016	14亿英镑（其中包括12亿英镑的现金和2亿英镑的普通股）
Trip.com	社交旅游网站	美国	2017	参考：Expedia曾以160万美元从Orbitz手中收购了域名Trip.com
Twizoo	社交点评网站	英国	2017	skyscanner收购
Boom Supersonic	超音速飞机制造商	美国	2018	首航的若干超音速航班上为携程客户预留座位
TripAdvisor中国	旅游社区平台	美国	2019	入股并与猫途鹰Tripadvisor成立合资公司，由携程控股，TripAdvisor持股40%
Travix	OTA平台	荷兰	2020	1亿欧元（人民币7.72亿元）100%收购

资料来源：环球旅讯，公司公告，国信证券股份有限公司整理

# 国际业务扩张路径探讨1.2：OTA属地化特征明显，收并购最直接快速

■ 对标较早全球化扩张的国际OTA龙头（Booking、Expedia），并购整合也在公司成长和区域份额巩固中发挥关键作用。

图：三大OTA发展历程及营业收入变化（灰色、蓝色、红色线分别为booking、expedia、Airbnb收入）



资料来源：各公司官网，wind，环球旅讯，36氪，国信证券经济研究所整理（注：标色为收购标的或拟收购标的）

## 国际业务扩张路径探讨2：OTA属地化特征明显，本地化运营符合用户习惯

- **扩张路径二：本地化运营，让服务、产品体验符合当地用户的习惯。**理论上，国内前端服务经验和底层技术支持可以直接复用到国际（携程国际化后对系统进行了“中台化”），但往往也需要结合当地消费习惯、文化习俗、语言等因素综合考虑。比如在界面与支付上，日本市场重点投入H5，新加坡重点投入PC端，韩国开发当地居民更喜欢的Naver Pay、Kakao Pay等本地支付方式。
- 在深度客户服务方面，截止2019年，携程IBU（International Business Unit）有超过10个海外办公室，公司会从当地招募了解本地市场和用户习惯的员工，以灵活的手段打开当地市场，形成良性的闭环反馈渠道。在客户服务方面，集团同时在英国爱丁堡、韩国首尔、日本东京、泰国、马来西亚、菲律宾等7个地方设置呼叫中心，招聘当地的客服人员，尽可能减少沟通成本。相似地，Booking旗下的核心品牌的总部分布在全球300多个办公点位，满足本地化运营需求。

图：Trip.com提供电话、在线即时、智能客服多种服务方式，比booking、agoda更丰富



资料来源：官方APP，国信证券经济研究所整理

# 国际业务扩张路径探讨3：错位+性价比打开市场，供应商与用户端双管齐下



- **扩张路径三：交通导流+性价比打开市场。**如前文所述，市场发展一定时期后，除模式创新、引入外部资源外，价格优势是获取市场份额的常规路径。由于交通提点不高等因素，海外OTA布局热情一般；而酒店take rate普遍在15%以上，如Booking2019年take rate为15.6%，高于国内水平。我们估算国内OTA平台酒店实际take rate一般在8-10%（其中收取酒店端10-15%，其余则补贴消费者）。据此，携程在海外扩张的过程中采取交通端先行引流，减少直面竞争；酒店端则采取相对性价比战略，毕竟增量市场提点率不低于国内可认为相对合理。类似地，Booking 早期借助代理模式“14%-15%”佣金率，低于此前批发模式20%以上，获得了更广阔的供应商青睐。
- 此外，Trip提供积分可抵扣订单金额的方式，让利消费者，100trip coin=1USD，高等级会员用户获得额外奖励。

表：在线交通细分板块变现率

类型	抽成/变现率
国内酒店	8-10%
连锁酒店	10-15% 单体>连锁
单体酒店	
国际酒店	海外OTA一般15-16%

表：在线交通细分板块变现率

类型	抽成/变现率
机票预订 国内机票	固定收费，每张5-10元不等
国际机票	2-4%
火车票预订	无佣金，主要看增值服务收益
汽车票预订	0.5%-1%

图：Trip.com海外积分规则

订单类型	兑换比率
机票	每消费 USD100 或同等价值，您将赚取 25 Trip Coins
酒店	每消费 USD100 或同等价值，您将赚取 80 Trip Coins
礼品卡	每消费 USD100 或同等价值，您将赚取 50 Trip Coins
韩国火车（只适用于App）	每消费 USD100 或同等价值，您将赚取 25 Trip Coins
英国火车	每消费 USD100 或同等价值，您将赚取 25 Trip Coins

會員等級越高，所賺取之 Trip Coins 越多，相較銀級會員：

1. 金級會員可額外賺取 10% Trip Coins。
2. 白金級會員可額外賺取 30% Trip Coins。
3. 鑽石級會員可額外賺取 40% Trip Coins。

资料来源：头豹研究院、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理和预测

资料来源：头豹研究院、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理和预测

资料来源：Trip.com，国信证券经济研究所整理

## 国际业务扩张路径探讨4：重视品牌的力量，前期营销引流与后期提升上下游议价权

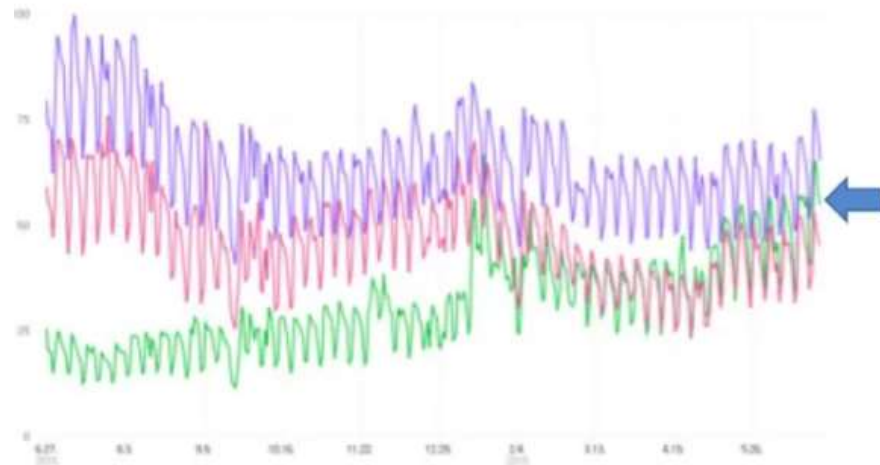
- **扩张路径四：重视品牌的力量，前期营销引流。** 鉴于OTA平台单次消费大、重线下履约，因此在性价比策略基础上，前期导流还需要配合强大的品牌营销提升认可度。比如公司在新加坡地铁站和巴士车上铺上“携程蓝”及“Trip.com”的品牌名刷脸，在韩国打通韩国最大的门户网站Naver、利用社交软件Kakao Talk推送产品预订信息更新等，打开当地市场。
- **后期提升上下游议价权。** 平台的魅力在于其网络效应，即买卖随着买卖双方用户数量的增加，平台撮合价值也进一步提升，从而带来更高的议价权。Trip目前仍处于前期投资扩张阶段，若参考海外龙头Booking的后续发展，一旦发展为国际知名品牌后，公司与供应商关系稳固、占领用户心智，平台形成一定规模后，公司代理模式的佣金率逐年小幅上升；同时借助批发模式更好的打造一站式互联互通平台，即可变现方式更为多样。我们预计，若Trip在某市场形成品牌价值提升到一定阶段后，预计上下游议价权也有望提升。

图：海外营销图片



资料来源：界面新闻，国信证券经济研究所整理

图：Never（韩国本地搜索引擎龙头）品牌搜索量（其中绿色为Trip.com）



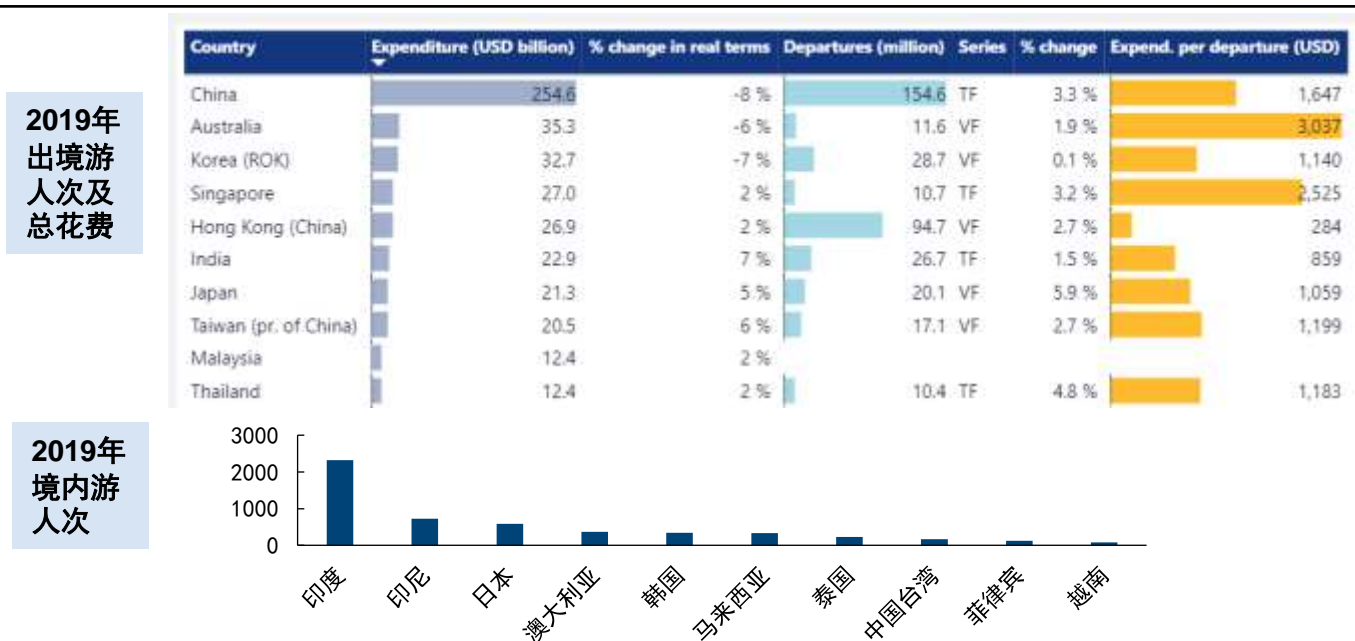
资料来源：新兴市场出海的机会与落地沙龙，国信证券经济研究所整理

# 亚洲市场旅游分析1：在线化渗透率持续提升，2019年在线旅游市场超2000亿美元



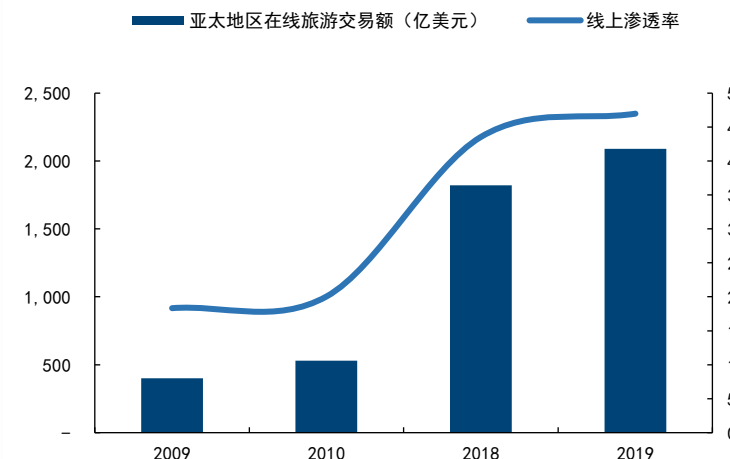
- 为进一步了解Trip所处市场，我们从整体旅游行业、在线渗透率角度分析亚洲整体情况，并在详细拆分各区域市场潜力。
- 考虑公司纯海外业务在亚洲市场约占7成，从行前预订角度看，我们主要分析亚洲区域各个国家/地区（不考虑中国境内市场）居民境内游和出境游情况，综合领先的市场为中国港台、日、韩、印，以及东南亚的新加坡、泰国、马来西亚、印尼等。
- 进一步分析区域在线旅游市场，伴随线上化渗透率提升，2019年亚太地区在线旅游交易额预计至超2000亿美元，10年CAGR为18%。2009年后亚太市场在线旅游市场规模快速增长，从2009年的400亿美元增至2019年的2000亿美元以上，10年CAGR为18%，远高于旅游总规模增长（7%），主要系在线化渗透率持续提升，从2009年的18%提升至2019年的接近40-50%。

图：2019年亚太地区TOP10居民境内游与出境游人次



资料来源：UNWTO、国信证券经济研究所整理

图：亚太市场在线交易额增长及渗透率情况



资料来源：phocuswright，证券经济研究所整理

## 亚洲市场旅游分析2：日本在线旅游规模仅次于中国，东北亚各地区30亿美元上下

- **2019年日本在线旅游市场约450亿美元，线上渗透率43%，线下旅行社巨头份额及交通直销率相对高。**根据Phocuswright，日本2019年的旅游总规模为1044亿美元/+3.6%，其中线上渗透率约43%，在亚洲市场排名第二。尽管日本线上化发展较早，但线下渠道仍然至关重要，如成立于1912年的传统线下旅行社巨头JTB集团仍把握较多核心库存，其2017年开始和Agoda开展库存合作。同时，航空和铁路领域直销率占比更高，2019年，线上直销和OTA的在线市场份额分别为在59%和41%。携程早在2014年就在东京设立办公室，此后也与当地旅游企业达成一些战略合作，2018年5月trip.com正式在此运营。
- **2021年韩国在线旅游市场约30+亿美元（考虑疫情扰动，估算疫前有超70亿美元），在线化渗透率53%。**当地本土OTA规模相对不大，同时消费者相对价格敏感，通过前期市场营销和良好的性价比优势，TRIP在当地运营一年后在Never搜索引擎的品牌搜索量快速上涨。
- **中国香港2021年在线旅游预订约10-20亿美元（考虑疫情扰动，估算疫前有30-40亿美元），Trip.com跃居中国香港OTA排行榜第一。**根据Google pay，trip.com在中国香港【外出旅行本地生活】APP热度排行仅次于高德地图；同时，根据香港商报，2023年1月1日至12月26日，Trip.com中国香港站预订量增长118%，预计目前已经实现初步盈利。

图：日本在线旅游预订及整体规模（单位：十亿美元）



图：东北亚在线旅游预订及整体规模（单位：十亿美元）



图：中国香港IP Google pay 外出旅行与本地生活热门排行榜



# 亚洲市场旅游分析3：东南亚2019年在线旅游规模约300亿美元，印新泰领先



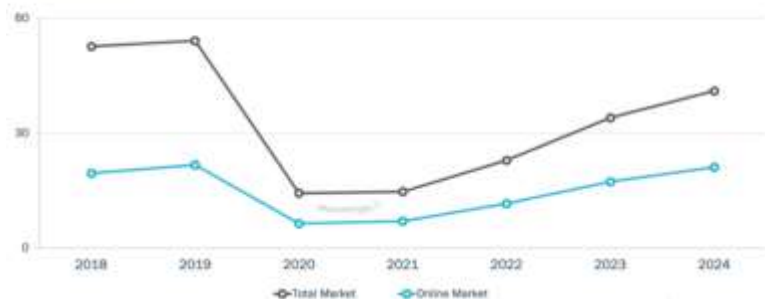
- 市场规模：**东南亚2019年在线旅游规模约300亿美元，在线化渗透率有望进一步提升。根据东南亚数字经济年度报告，2019年东南亚在线旅游市场规模达到300亿美元，2015-2019年CAGR为15%，在线化渗透率约40%+。分国家看，印尼在线旅游市场突破百亿，新泰60-80亿，马越40-50亿。按国家市场划分，印尼在线旅游市场规模最大，2019年分别达到102亿美元，泰国和新加坡则约60-80亿，越南和马来西亚则处于40-60亿美元之间，预计整体市场疫后仍将维持10%以上的速度增长。
- 竞争格局：**东南亚的六大主要经济体具有复杂的多样性和分散性，且上游供应链更偏碎片化（如低成本航空运力占东南亚50%左右，高于全球的30%），因此本地品牌、收购或投资合作本地品牌的国际巨头目前相对领先。根据New Skift Research统计，Traveloka（expedia投资）、Agoda（priceline收购）两个东南亚本土OTA品牌均已深耕当地十余年，市场份额居前，其中Traveloka主打价格优势，据环球旅讯其预计2021年盈利，后续拟SPAC上市。Trip.com通过逐个与当地供应商或旅游局建立战略合作关系，逐步扩张市场，根据App Annie 2021年数据，已先后进入新加坡、泰国等东南亚国家的iOS旅游排行榜前5。

图：东南亚地区在线旅游预订及整体规模（单位：十亿美元）

图：东南亚地区在线旅游预订规模（单位：十亿美元）

图：2019年东南亚国家用户最常用的OTA应用投票TOP5

Southeast Asia Online and Total Travel Market Gross Bookings (US\$B), 2018-2024



SEA Online Travel (GMV, \$B)



INDONESIA		SINGAPORE	
Traveloka	86%	Agoda	71%
Tiket.com	57%	Booking.com	65%
Agoda	37%	Exepedia	52%
Pegipegi	33%	Airbnb	43%
Booking.com	27%	Tripadvisor	38%
THAILAND		MALAYSIA	
Agoda	69%	Agoda	81%
Booking.com	53%	Booking.com	74%
Traveloka	43%	Airbnb	42%
Exepedia	30%	Exepedia	28%
Tripadvisor	22%	Traveloka	25%

资料来源：phocuswright，国信证券经济研究所整理

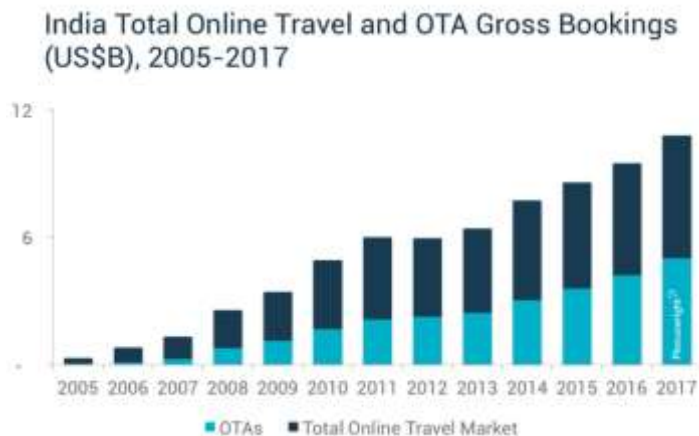
资料来源：e-economy SEA 2019，国信证券经济研究所整理

资料来源：New Skift Research，国信证券经济研究所整理

# 亚洲市场旅游分析4：印度在线旅游市场上百亿美元，携程控股的MMYT市占率近50%

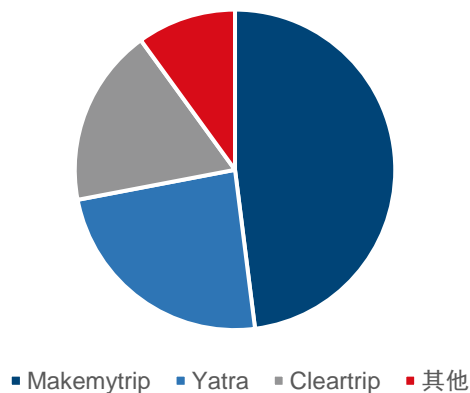
- 印度在线旅游市场上百亿美元，渗透率超40%。根据phocuswright，印度在线旅游市场起步于2005年，2017年在线旅游总预订额达到近108亿美元，其中OTA占在线旅游总量的44%。其预计2020年在线化渗透率有望达到40%以上，维持较快增长。
- 印度OTA平台由MakeMyTrip主导，同样经历了价格战-资本收购阶段。当前印度市场格局相对稳定，MakeMyTrip占据近5成份额。其中，2013-2016年，行业经历了较为激烈的价格战，最终以MakeMyTrip收购ibibo告终，其他参与者比如英特尔投资的Yatra、cleartrip等差异化扩张成长。
- 携程持股49%的MakeMyTrip2023年盈利1.2亿美元。2023年MMYT平台总预定量76亿美元，恢复至2019年的178%；实现收入7亿美元，对应take rate约10%；经调整净利润1.2亿美元，较2019年扭亏为盈。携程分别于2016年、2019年相继收购公司股权至49%，未来有望分享印度在线旅游市场扩张红利。

图：印度在线旅游预订及整体规模（单位：十亿美元）



资料来源：phocuswright，国信证券经济研究所整理

图：印度OTA行业竞争格局



资料来源：phocuswright，国信证券经济研究所整理

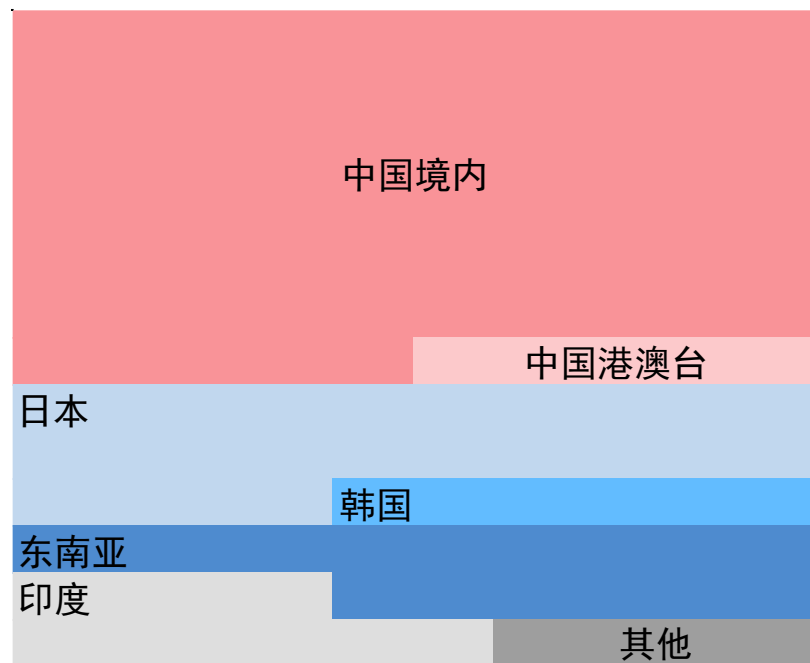
图：MakeMyTrip总预定量（百万美元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

- 综合而言，估算上述2019年亚洲海外主要国家在线旅游规模接近千亿美元，其中OTA市场或达400-500亿美元，具体如下图。
- 展望后续，假设2025年亚洲整体旅游市场（国内游和跨境游）恢复至2019年水平，并假设此后按照2019年增速的（7%）并逐年放缓，同时疫后线上化渗透率提升至55%（略高于全球的增速），此后每年增长1-2pct，则预计到2027年亚太市场规模有望超3000亿美元，若假设国内占比6成（参考2019年情况），则海外在线旅游规模1200亿美元，其中OTA规模略低。

图：2019年亚洲市场在线旅游规模结构表（部分系估算，仅供参考）



资料来源：phocuswright，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图：亚太市场总旅游规模恢复节奏（2025年预计完全超过疫情前）



资料来源：phocuswright，国信证券经济研究所整理

# 国内OTA龙头小结：携程国内格局稳、出境贡献边际，同程把握下沉市场红利



- 总结来看，携程集团国内业务系格局稳定的现金牛，出境游贡献2024年边际增量，海外业务处于快速拓展期，支撑未来利润增长。
- 国内业务：国内在线旅游业务仍处于渗透率逐步提升的阶段，并在2019-2022年积累下于2023年一次性爆发，各大龙头收入表现也可以说明一二，其中深耕下沉市场的同程旅行收入端放量更快。当前看下沉市场提升空间仍大，较早布局的同程旅行有望充分收益；高线城市的中长途出行及中高星酒店住宿预订格局相对稳定，携程集团有望享受稳定增长的现金流；并通过综合效能的持续提升改善利润率水平。
- 出境业务：由于航班运力与签证的限制，2023年出境游复苏渐进。参考海外跨境业务放开后第2年有望达到9成+恢复度，预计将成为2024重要边际增量。此后伴随散客出行逐步提升及线上化率提升，预计OTA平台增速有望快于行业。
- 国际业务：从2019年的市场规模看，亚洲海外在线旅游规模已上千万美元，考虑近两年的在线化渗透率提升，预计空间有望进一步打开。而Trip.com仍处于投资周期的争取份额阶段，且已初步在国人出境热门城市实现盈亏平衡，后续有望构筑公司新增长极。

表：携程主营业务看点

三大业务	2019年占比	2023年占比	2023年 VS2019年恢复度	2024年展望	2025年展望
<b>1、格局稳定的现金牛</b>					
国内业务	62%	73%	130-140%	增速略好于行业 趋于平稳增长	
<b>2、处于恢复期的边际增量业务</b>					
出境业务	25%	11%	50-60%	参考海外跨境业务放开后第2年有望达到9成+恢复度，公司业务同比增速有望60%以上	
<b>3、处于投资周期的新成长极</b>					
国际业务	12%	16%	160%左右	Skyscanner成熟期；Trip.com50%以上同比增速，亚洲海外空间仍在，市场份额扩张期	
<b>单位：亿元</b>	<b>2019</b>	<b>2023</b>	<b>2023年恢复度</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入	357	445	125%	530-540	620-630
Non-GAAP归母净利润	65	131	200%	140-150	160-170

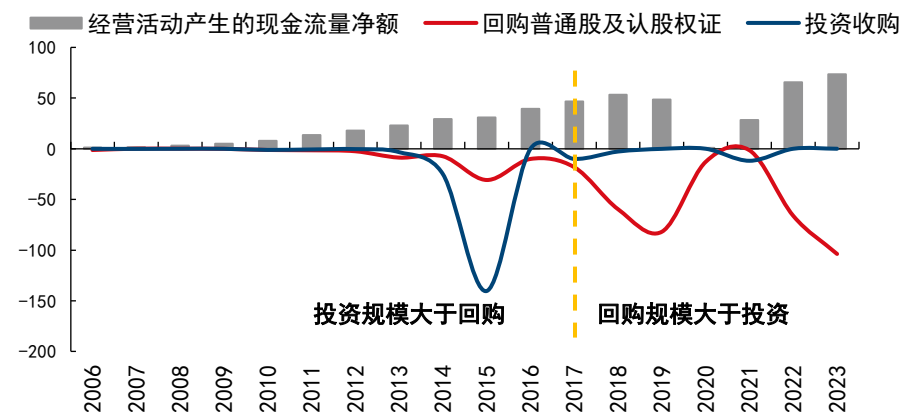
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

# 国内OTA龙头思考4：成熟期良好现金流有望带来丰厚的资本市场回报



- **海外借鉴：** OTA系轻资产、高现金流模式，**经营净现金流现金流在扩张期主要投资收购优质标的，成熟期则可回馈资本市场。**以2017年为分界点，前期Booking投资规模大于回购，此后回购规模持续扩大，2023年更是上百亿美元，成为股价有效支撑点之一。即使后续收入增速相对减缓，其仍能通过提效及大额回购维持EPS的较高增速，有效支撑股价表现。
- **携程集团疫后亦开展资本回报。**2023年底携程集团账面现金约440亿元，主要系主营业务强劲复苏。2023-2024. 2. 22公司累计回购2. 24亿美元，并宣布新追加3亿美元资本市场回报额度，目前累计5. 8亿美元（含分红与回购），后续国内现金牛业务贡献有望提供基础。

图：Booking2006-2022年现金流情况（亿美元）



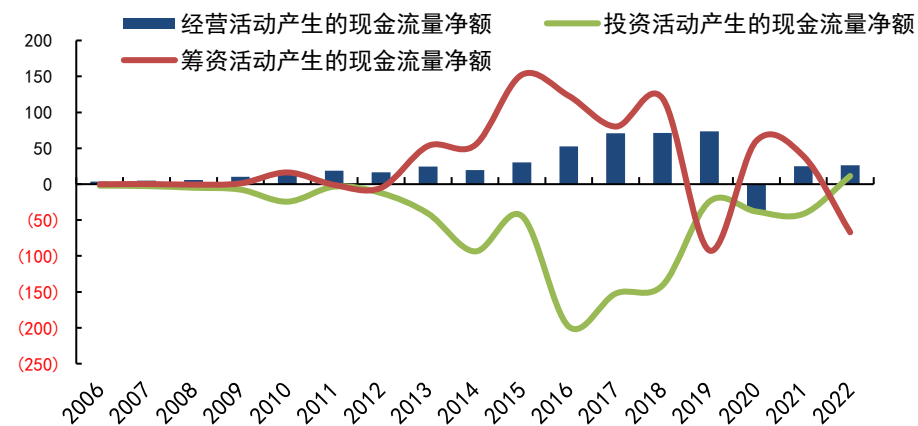
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表：2023年携程、Booking资产负债表对比

携程集团（亿，人民币）			Booking（亿，美元）		
<b>总资产</b>	<b>2191</b>	<b>100%</b>	<b>总资产</b>	<b>243</b>	<b>100%</b>
<b>流动资产</b>	<b>887</b>	<b>40%</b>	<b>流动资产</b>	<b>170</b>	<b>70%</b>
现金及现金等价物余额	440	20%	现金及现金等价物余额	121	50%
应收与预付资金	447	20%	应收与预付资金等	49	20%
<b>非流动资产</b>	<b>1304</b>	<b>60%</b>	<b>非流动资产</b>	<b>73</b>	<b>30%</b>
固定资产	51	2%	固定资产	15	6%
长期投资	493	23%	长期投资	4	2%
商誉	594	27%	商誉	28	12%
无形资产	126	6%	无形资产	16	7%
其他	39	2%	其他	9	4%
<b>总负债</b>	<b>961</b>	<b>44%</b>	<b>总负债</b>	<b>271</b>	<b>111%</b>
流动负债	724	33%	流动负债	133	55%
非流动负债	237	11%	非流动负债	138	57%
<b>所有者权益</b>	<b>1230</b>	<b>56%</b>	<b>所有者权益</b>	<b>-27</b>	<b>-11%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：携程集团2006-2022年现金流情况（亿元人民币）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

05

总结与投资建议：看好格局稳定与效能领先的携程、下沉渗透先锋同程

- **在线旅游行业综述：全球在线旅游渗透率持续提升，我国结构化红利驱动增速快于全球。**2019年美国在线化渗透率超75%、欧洲50%左右、亚洲更低；2023年全球在线旅游渗透较2019年增加6pct，持续提升。疫后我国线上化率提升快于全球，我们分析供给端效率提升与内容丰富，以及需求端客群结构年轻化、出游信息决策线上化、偏好自由行系主要原因，未来下沉住宿结构红利仍在。成熟市场OTA格局良好：线上流量积累+线下供应链搭建+平台技术迭代的先发优势，收购扩张+平台网络效应巩固规模优势，格局稳定后利润率持续扩张。
- **欧美在线旅游龙头总结：自2021年逐步放开后，2023年跨境复苏叠加大额回购，股价涨幅靓丽。**回顾2023年，Booking、Expedia、Airbnb全年涨76%/73%/59%，大幅跑赢指数。探索原因，一是业绩的良好兑现，跨境出行需求复苏+在线渗透提升，量价驱动收入同比实现双位数增长，同时龙头经营效率改善。二是基于良好现金流，龙头通过大额回购维持EPS增速显著快于净利润，有效支撑股价表现。
- **国内在线旅游龙头思考：2023年携程集团-S与同程旅行股价相比平稳，业绩验证靓丽但下半年市场对后续出行持续性及竞争担忧扰动；2024年以来靓丽反弹，主要系财报验证良好+节后数据企稳缓解部分悲观情绪，同时估值有所改善。分析国内行业趋势与龙头表现：**
  - **1、高线龙头格局稳固，低线增量市场竞争或边际趋缓。**携程2023年收入较2019年增长25%、经调整净利润较2019年翻倍，背后既反映了公司在高线城市稳定的格局，又体现了近两年前端内容战略提升营销效率及后端技术迭代与流程优化改善经营效能。下沉玩家共同做大市场的同时存在竞争。同程基于微信小程序流量，充分分享下沉渗透提升，前三季度收入较2019年同期增长61%，显著领先，作为OTA平台异地出行占比居多；间夜龙头美团及短视频平台在酒旅的布局更侧重本地化场景，彼此正面交锋但盈利考验下预计竞争相对放缓。
  - **2、参考海外跨境业务2年的渐进复苏节奏，国内出境游有望贡献2024年的重要增量。**目前携程出境游业务在OTA平台处于领先地位（2023年7月市占率55%），2023年公司相关业务复苏领先行业整体，背后是平台完备活跃的国际产业链及出行方式变化。同程积极整合旅行社资源，后续有望加大出境交通业务布局，逐步完善产业链。去年以来我国出境游渐进复苏，参考海外跨境出行2022-2023年逐步恢复至7成+、9成+，中途阶段波动不改向上趋势，预计我国出境游将成为2024重要边际增量。
  - **3、总结龙头的国际化路径与亚洲海外空间，携程纯海外业务有望成为潜在增长极。**OTA龙头的国际化路径：1) OTA属地化特征明显，收购最直接快速，兼顾本地化运营；2) 前期差异化切入+性价比打开市场，后期提升上下游议价权。我们估算亚洲海外主要国家在线旅游规模与国内相近，携程海外探索已有10余年，通过自建、合作、收购等在部分核心市场已获得份额，未来有望成为潜在增长极。
  - **4、成熟期良好现金流有望带来丰厚的股东回报。**OTA公司现金运用在扩张期主要投资收购优质标的，成熟期则可回馈资本市场。以2017年为分界点，前期Booking投资规模大于回购，此后回购规模持续扩大。携程疫后亦开展资本回报，后续国内业务有望提供现金牛基础。

■ **投资建议：**整体而言，线上化渗透率持续提升下OTA平台增长好于旅游整体。**携程集团**在高线城市中长途与出境游业务中拥有绝对龙头地位，提供了现金牛基础，有望在股东回报中给予更多期待。尽管出境游当前渐进复苏、阶段波动，但参考海外2年多的恢复周期，我们预计其仍将贡献2024年重要边际增量。国际业务有较大拓展空间，参考欧美龙头在各自优势区域较高市占率，亚洲市场未来不排除进一步走向集中。**同程旅行**是下沉市场异地出行龙头，深耕微信小程序流量玩法积累庞大用户群，变现能力提升正逐步验证，考虑国内下沉市场的结构红利仍有较大演绎空间，公司有望充分受益，与其他玩家一同做大增量市场的同时存在竞争但趋于差异化。

■ **风险提示：**宏观、政策风险等，消费力复苏低迷，行业竞争加剧，并购整合不及预期风险，商誉减值风险，股东减持风险，声誉风险等。

表：相关公司可比估值表

股票 代码	公司 名称	最新市值 (亿美元/人民币)	股价 (亿美元/人民币)	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
9961.HK	携程集团-s	2,379	320	19.12	20.77	24.43	28.09	17	15	13	11	买入
0780.HK	同程旅行	449	18	0.9	1.2	1.4	/	20	15	13	/	增持
BKNG.O	Booking	1,196	3500	152	174	204	237	23	20	17	15	无评级
ABNB.O	Airbnb	1,066	165	8.36	4.67	5.28	5.86	20	35	31	28	无评级
EXPE.O	Expedia	184	135	9.69	12.04	15.25	18.31	14	11	9	7	无评级
MMYT.O	MAKEMYTRIP	67	63	0.48	0.96	1.36	1.73	132	66	47	37	无评级

资料来源：Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理预测 注：1、同程旅行尚未披露2023年年报，EPS系预测。2、上述EPS均为调整后口径。3、携程集团与同程旅行单位为人民币，其余单位为美元

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
	行业投资评级	卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032