

携程集团-S（9961.HK）公司深度二

打通国内外出行闭环，龙头迈向全新发展周期

公司研究 · 深度报告

社会服务 · 旅游及景区

投资评级：优于大市（维持）

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

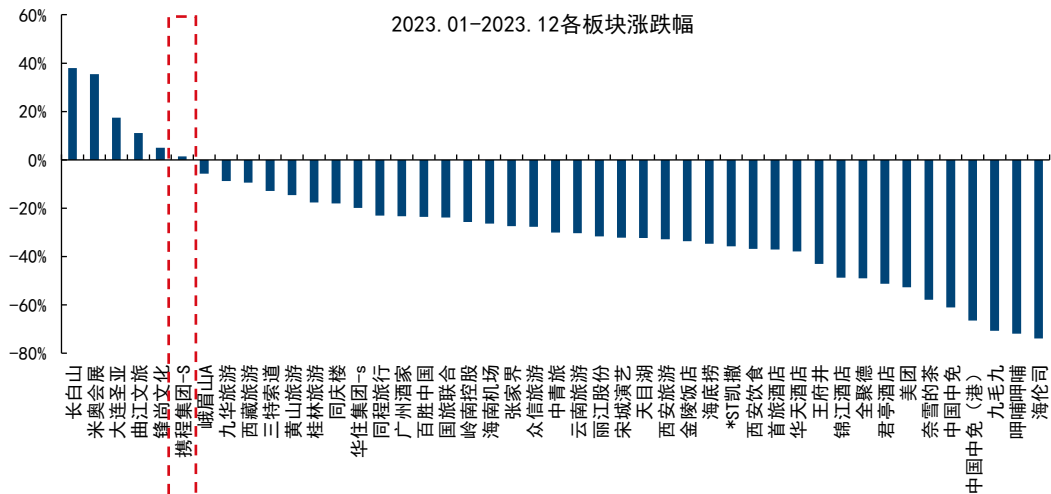
联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

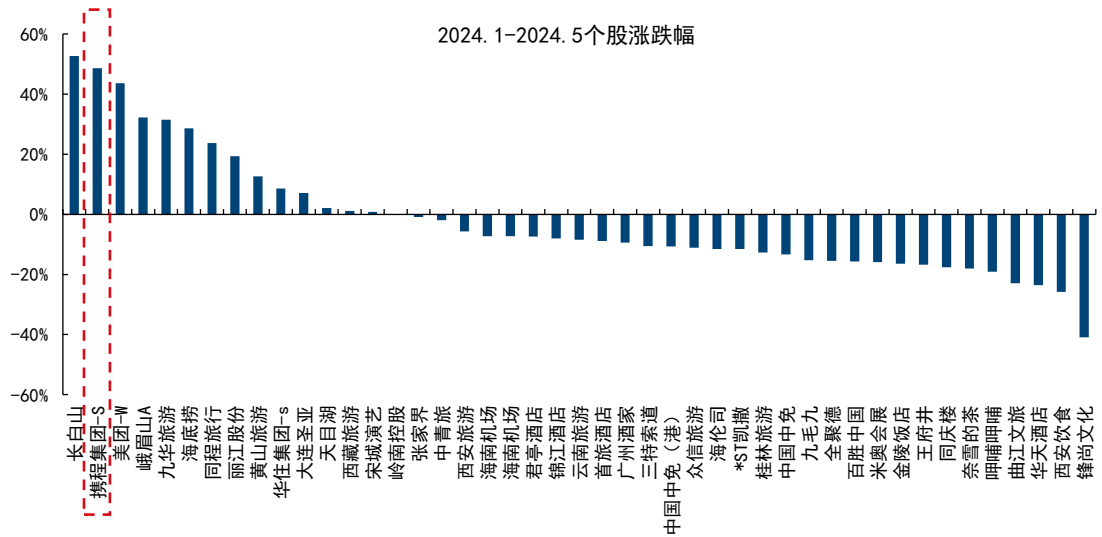
- 前情回顾：海外先行放开，2022年7月我们发布欧美在线旅游龙头跟踪报告中提及“线上渗透加速，出行放开时欧美OTA龙头基本面预计好于行业整体，股价行情可先于业绩复苏实现较快反弹”。对应到国内龙头的思考，2023年3月，我们发布携程集团深度报告，在国内在线旅游行业渗透率提升及散客化出行趋势下，我们看好龙头全年国内业务更显著的复苏弹性以及公司效率改善对盈利能力的提振。从2023年国内出行产业链公司实际验证看，OTA板块龙头公司业绩提升领先，携程集团股价也录得显著相对收益。2024年3月，我们观察欧美OTA龙头2023年（即2021年逐步放开后的第二年）在跨境复苏下业绩的强势兑现，并撰写在线旅游龙头行业专题二，再次提示国内OTA赛道的核心投资价值，重点看好出境游边际高景气及行业竞争格局趋于平稳下龙头公司的增长弹性与利润率表现。年初以来携程集团-S股价涨幅已接近50%，在出行链中显著领涨。
- 结合携程集团最新公开目标“2024年起未来3-5年内，公司目标各业务线全面领先，成为亚洲最领先的在线旅行平台，以及全球最领先的在线交通票务平台”，本文进一步思考当前在线旅游行业的趋势变迁及竞争要素变化，以及行业龙头进入全新周期的成长看点。

图：2023年以来出行链重点个股涨跌幅表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年以来出行链重点个股涨跌幅表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

携程集团：二十五年磨一剑，对标国际龙头经营效能全方位优化，迈向国际扩张新周期。公司深耕一站式旅行服务，2023年GMV为1600亿美元（Booking为1506亿美元），居全球首位。2023年公司强势兑现国内游线上渗透提升、自由行散客化逻辑；2023Q4/2024Q1补偿性需求过后，公司仍然展现出良好的利润率表现。对标来看进一步验证，2023年Booking Non-GAAP净利润为携程集团的3.0倍，而2019年为4.7倍；2023年净利率比携程集团低3.3%，而2019年为高11.3%。我们分析核心来自国内经营生态改善，以及携程自身营销效率及人均产值的综合提升。立足当下，携程美股股价接近历史高点，而经营效能相比于此前进一步优化，正以积极姿态发力Trip.com海外业务扩张成长。

趋势洞察：在线旅游行业经营生态较疫前已显著改善。从产业链看：1）今年以来商旅需求复苏仍渐进、提价难度不低，我们预计短期酒店有动力获取更多元渠道的休闲流量补给，考虑旅行社行业洗牌重塑尚需时日，OTA线上化渗透率有望持续演绎。2）国民休闲意识提升，旅游供需更趋个性化、多元化，OTA平台对需求的前瞻洞察与及时的产品供应契合行业趋势，甚至直接参与地方文旅上游产品和营销建设，产业链价值进一步凸显。**从同业竞争看：**1）当前玩家更加重视各项业务盈利效率，国内行业竞争格局进入稳态平衡阶段。2）旅游新时期传统供应链维护与履约基础体系之上，对龙头消费者洞察积累、供应链统筹与调整能力、流量转化效率有进一步要求，先发者优势突出。

成长展望：打通国内外一站式出行闭环，供应链与用户延伸发挥有效协同。短期出境游业务贡献重要利润弹性。根据Fastdata，携程集团在线出境游市场份额近54%。我们估算2019年公司出境游业务收入占总营收约25%，经营利润率接近30%预计较整体高10+pct，疫后利润率预计进一步提升。参考航班运力恢复节奏及文旅部对于出境游人次假设，我们估算2024年出境游收入从2023年恢复60%左右提升至85%-100%，进一步估算经营利润增量约7-18亿元。**中线Trip.com成长空间广阔路径清晰。**海外Trip.com扩张迎来加速期，公司预计未来3-5年将保持中两位数增速。参考早期Booking依托欧洲良好行业环境、凭借最大化满足上下游需求的模式，成就国际龙头。**聚焦携程：**1）中国以外的亚洲市场空间宽广，目前国际龙头均有渗透，也有各自区域龙头，但尚未发展至欧美OTA市场的集中度。2）公司十余年的出境游供应链搭建与客服体系，及底层的流程、技术提供基础。3）以中国市场经验按图索骥，交通错位导流、一站式APP促转化，前期先以性价比打开市场，后续利润率仍有望不低于国内。4）我国入境游市场大有可为，依托国内完善供应链，Trip.com服务海外用户入境游有比较优势。

投资建议：我们维持公司2024-2026年Non-GAAP归母净利润为155/187/220亿元，对应动态PE为16/14/11x。公司中高端客群及完备的供应链&履约体系筑壁垒，补偿性需求过后持续展现的营销效率优化与人效优化背后反映的一站式APP流量可挖掘转化的潜力以及多年流程技术迭代的经验积累也不容忽视。目前顶层设计鼓励旅游经济发展、各地文旅积极创造优质供给、居民旅游预算相对韧性提供发展基础，同时考虑在线旅游行业经营生态较疫前已显著改善，在线上渗透提升叠加公司国内与出境游稳定的份额，有望强化公司短期业绩修复的确定性。中线国内与出境业务有望提供现金牛基础，参考海外龙头更积极的股东回报在稳健增长期仍有望获得强估值溢价。Trip.com目前处于较快发展阶段，成长空间宽广路径清晰，未来国内外出行“流量+资源”闭环发挥有效协同，有望进一步巩固龙头壁垒。结合可比公司及历史估值，我们给予公司2024年20-22x估值，对应市值约3092-3401亿元人民币，较当前有22%-35%空间，维持公司“优于大市”评级。

风险提示：宏观系统性风险、消费力复苏不及预期风险、航班运力恢复不及预期、海外扩张节奏不及预期、股东减持风险、地缘政治风险。

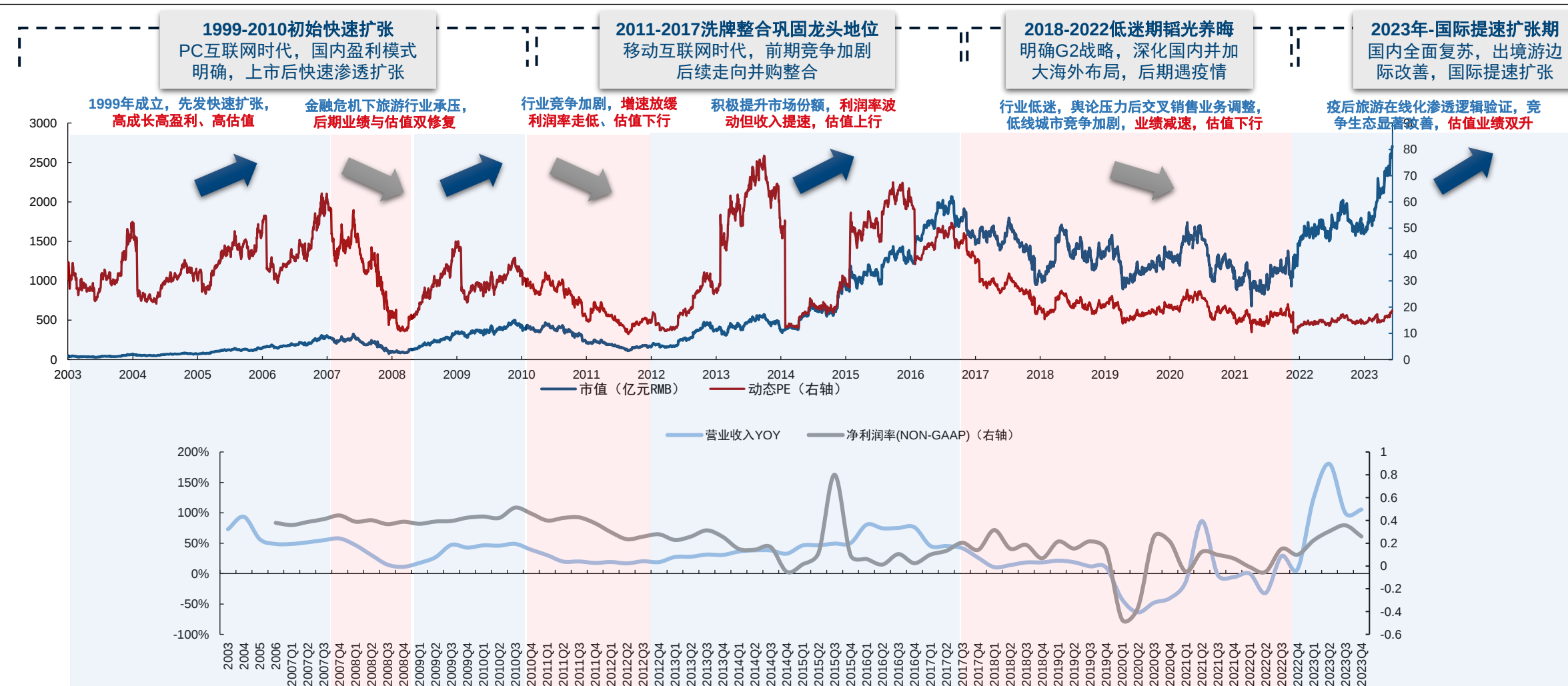
- 01** 携程集团：二十五年磨一剑，对标国际龙头看公司经营效能全方位优化
- 02** 趋势洞察：在线旅游行业经营生态显著改善，在线化渗透有望持续演绎
- 03** 竞争要素：供应链整合与履约效率筑壁垒，新时期龙头先发优势更为凸显
- 04** 成长看点：立足国内外出行闭环，Trip.com空间广阔路径清晰
- 05** 投资建议：行业标杆龙头综合效能优异，进入国际提速扩张新周期

携程集团：二十五载深耕一站式出行服务，穿越行业周期沉浮



■ 携程集团专注于一站式旅行服务平台，1999年成立至今已25年。2023年GMV突破1600亿美元，居全球前列，2024年以来国际化扩张进一步提速。

图：携程集团历史复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

发展复盘：整合行业后迎来阶段高光，此后修炼内功2023年业绩强势释放



■ 2024年以来，公司股价接近历史高点，我们复盘2017年前后到现在公司发展变化，具体可分为四个阶段：

- 1) 2011-2017.06从竞争到整合集中：移动互联网时代提高O2O效率，在线旅游行业竞争加剧。2011年起公司正面应对，阶段牺牲利润率但收入增速持续边际向上，相应估值也持续提升，最终行业走向收购整合集中。2017年进入利润率改善与估值双击，市值于2017年中达到高点。
- 2) 2017.07-2019.12逆风经营期：公司先后面临机票业务公关危机、下沉渗透跨界玩家竞争加剧，主营业务收入增速相应回调；2019年后国内游及出境游行业相对低迷，公司增长持续好于行业，但叠加互联网反垄断压力及流量红利后期对估值的扰动，公司市值也从高点回落。
- 3) 2020.01-2022.12疫情韬光养晦：公司根据消费习惯洞察强化供应链建设，发力内容战略，积极推动成本费用优化，业绩承压但内功强化。
- 4) 2023.1-至今放开后业绩强势兑现：2023年公司强势兑现国内游线上渗透提升、自由行散客化提升的逻辑，加之营销效率优化与规模杠杆作用下盈利能力实现大幅优化，净利润（non-GAAP）较2019年增长100%；补偿性需求释放过后的2023Q4、2024Q1，携程集团利润率表现依然靓丽。

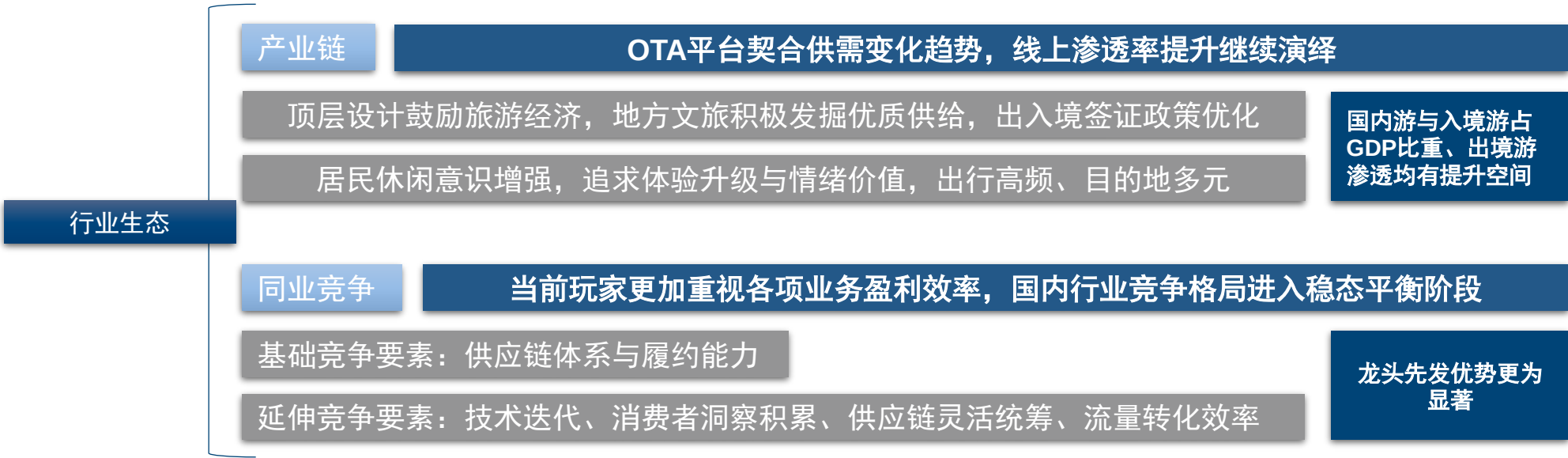
表：携程集团2023收入及业绩变化

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%
成本	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%
	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%
	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%
利润	经调整销售费率	25. 7%	18. 7%	20. 5%	19. 8%	22. 2%	20. 3%
	经调整EBITDA		282000	367800	462200	285500	1397500
	经调整EBITDA率		31%	33%	34%	28%	31%
	Non-GAAP 营业利润率	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

- **从产业链看：**1) 今年以来商旅需求复苏仍渐进、提价难度不低，我们预计短期酒店有动力获取更多元渠道的休闲流量补给，考虑旅行社行业洗牌重塑尚需时日，OTA线上化渗透率有望持续演绎。2) 国民休闲意识提升，旅游供需更趋个性化、多元化，OTA平台对需求的前瞻洞察与及时的产品供应契合行业趋势，甚至直接参与地方文旅上游产品和营销建设，产业链价值进一步凸显。
- **从同业竞争看：**1) 当前玩家更加重视各项业务盈利效率，国内行业竞争格局进入稳态平衡阶段。2) 旅游新时期传统供应链维护与履约基础体系之上，对龙头消费者洞察积累、供应链统筹与调整能力、流量转化效率有进一步要求，先发者优势突出。

图：国内在线旅游行业经营生态优化显著



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

立足当下：对标老牌国际龙头，携程集团经营效能全方位优化



■ 疫后内功修炼成效突出，携程集团核心对比系数优化显著。携程顺应行业趋势并引领创新，内容战略+AI创新推进，叠加自身多年经验积累下内部流程与技术迭代优化，运营、营销效率获得显著提升，体现在基于一站式APP自有流量转化效率的显著提升，人工客服、供应链维护自动化程度提升和反馈效率的优化，在国内与出境需求复苏期收获实现利润率的超预期提升。**从与Booking对比来看，Non-GAAP净利润系数（Booking/携程集团）从2019年的4.7降低至3.0**，主要来源于销售费用率系数（Booking-携程）从2019年的13.3%增加至23.5%，人均净利润系数（Booking/携程集团）从2019年7.9降低至4.6。

图：携程集团 VS Booking 核心指标对比

	携程集团		Booking		Booking/携程	
成立时间	1999年		Priceline 始于1997年			
旗下主力品牌	携程、去哪儿、Skyscanner（欧美元搜索比价）、Trip.com（亚太OTA）		Booking.com（国际OTA）、Priceline（北美OTA）、Agoda（亚太OTA）、KAYAK（元搜索）和OpenTable（餐厅预订）			
	2019	2023	2019	2023	2019	2023
收入构成	一站式APP		Booking平台住宿为主，逐步发力互联互通一站式平台			
分业务	住宿38%/交通39%/旅游度假13%/商旅管理4%	住宿39%/交通41%/旅游度假7%/商旅管理5%	Booking平台住宿为主，交通占比逐步起量			
分国家	国内88%/海外12%	国内87%/海外13%	欧洲78%/美国10%/其他12%	欧洲80%/美国11%/其他9%		
总收入（亿元）	356.7	445.1	1042.7	1492.4	2.9	3.4
Non-GAAP 净利润（亿元）	65.3	130.7	308.9	389.2	4.7	3.0
Non-GAAP 净利润率	18.3%	29.4%	29.6%	26.1%	11.3%	-3.3%
GMV（亿元）	8650	约11000	6675	10540	0.8	1.0
佣金率	4.1%	4.0%	15.6%	14.2%	11.5%	10.1%
销售费用率	26.0%	21.0%	39.3%	44.5%	13.3%	23.5%
流量渠道来源	携程90%以上流量来自APP		Booking51%流量来自移动端			
员工总人数（人）	44300	36249	26400	23600	0.6	0.7
人均净利润（万元/人）	14.7	36.1	117.0	164.9	7.9	4.6

携程核心指标表现显著优化

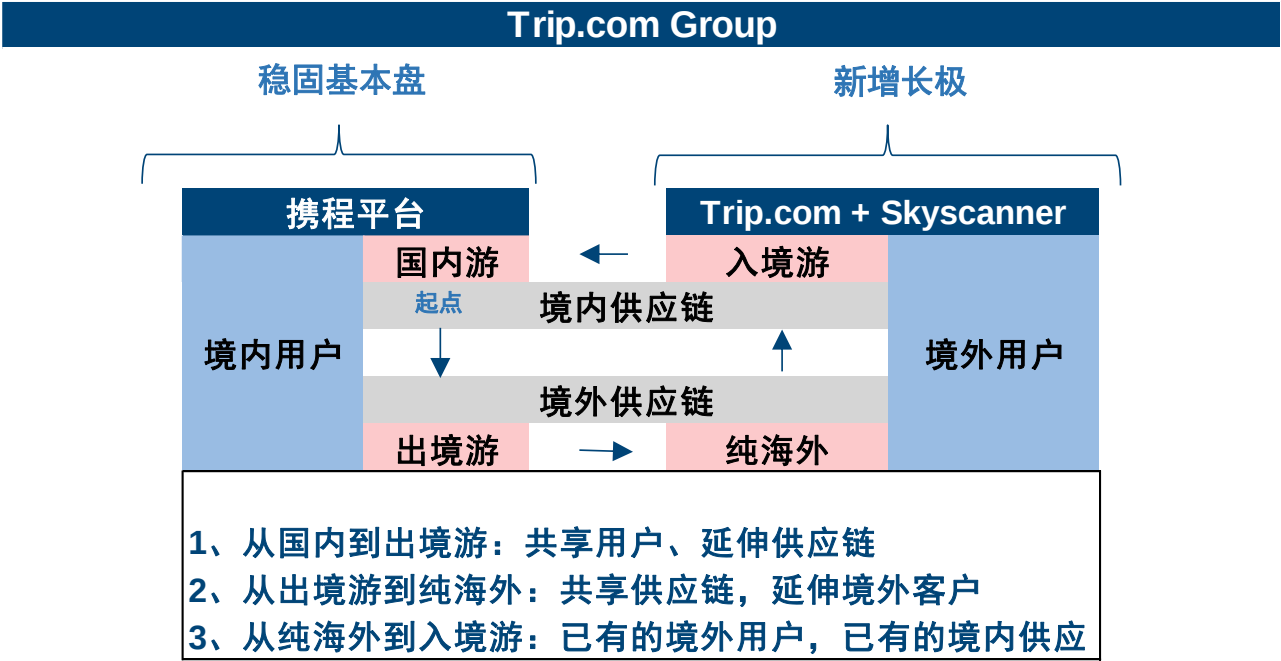
资料来源：wind，公司财报，国信证券经济研究所整理 注：右侧对比项绝对值系“Booking/携程”，比率系“Booking-携程”，箭头方向代表Booking优于携程的程度；最新市值选取5.27

立足当下：打通国内游、出境游、纯海外、入境游闭环，进入全新成长周期



- 打通国内外出行闭环，目标成为亚洲领先在线旅游平台。2019年携程集团明确提出“G2”战略，即高品质与全球化。经历2020-2022年三年行业低谷及2023年国内业务的强势修复，2024年起公司管理层目标未来3-5年内各业务线全面领先，成为亚洲最领先的在线旅行平台，以及全球最领先的在线交通票务平台。我们认为公司基于供应链延伸、用户出行服务延长，沿国内游、出境游、纯海外、入境游打通行业闭环，未来有望发挥强大协同效应。
- “国内游+出境游”构筑境内用户基本盘业务，后续增长快于行业整体。公司1999年布局国内游、2005-2010年间着手出境游业务，在国内及其他亚洲区域已经形成相对完备供应链及履约体系，伴随在线化渗透提升有望高于行业整体的增长。短期高利润率的出境游业务有望受益于航班运力的修复、签证办理的便利提升呈现边际修复高景气。
- “纯海外+入境游”构筑境外用户新增长极，进入全新扩张周期。公司2015年以来逐步发力国际用户业务，Trip.com快速渗透扩张有望推进亚洲市场整合。

图：携程集团主营业务看点



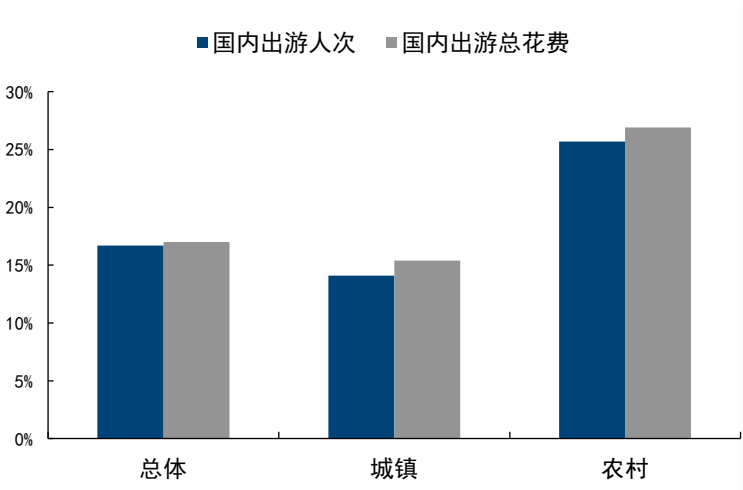
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 01** 携程集团：二十五载磨一剑，对标国际龙头看公司经营效能全方位优化
- 02** 趋势洞察：在线旅游行业经营生态显著改善，在线化渗透有望持续演绎
- 03** 竞争要素：供应链整合与履约效率筑壁垒，新时期龙头先发优势更为凸显
- 04** 成长看点：立足国内外出行闭环，Trip.com空间广阔路径清晰
- 05** 投资建议：行业标杆龙头综合效能优异，进入国际提速扩张新周期

国内游：旅游彰显强韧性，OTA成为核心受益方向

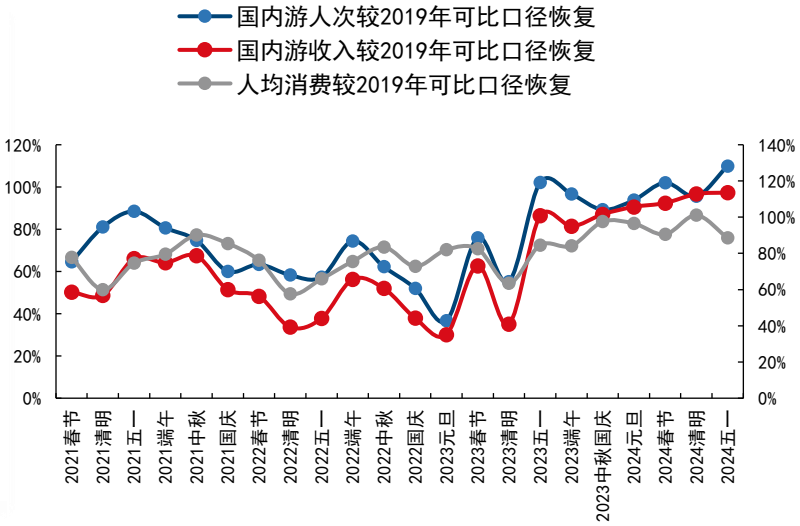
- 经历2023年补偿性出行需求的释放，2024年以来居民旅游维持高韧性。根据文旅部，2023年国内游人次48.91亿，国内游总花费4.91万亿元，分别恢复到2019年的81.38%、85.69%，重点节假日人次已完全反超。2024Q1国内出游人次和旅游总消费同比分别增长16.7%、17.0%，服务消费增长延续好于商品消费的趋势，旅游的韧性持续验证。
- 在此基础上，OTA成为疫后出行链中最为受益的方向。整体出行需求可分为休闲旅游与商旅出行，其中OTA休闲旅游占比更多，也相对直接受益于旅游需求的高韧性，叠加线上渗透率的提升进一步助力OTA公司业绩的扩张增长。而线上化渗透提升可归因为疫情三年线上预订习惯养成，消费客群年轻化及短视频良好的传播效果等带动下，自由行偏好显著提升，2023年在线旅游用户达到5亿人，大众渗透率较2019年提升6pct。

图：2024Q1国内游人次与收入同比增长情况



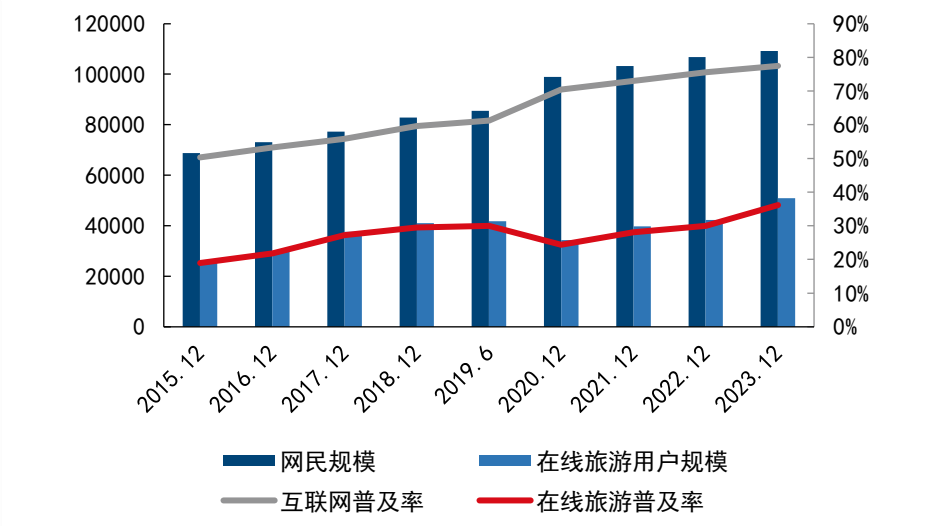
资料来源：文化与旅游部，国信证券经济研究所整理

图：国内游节假日较2019年恢复度情况



资料来源：文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图：2015年以来我国网民规模及在线旅游用户规模情况（单位：万人，%）



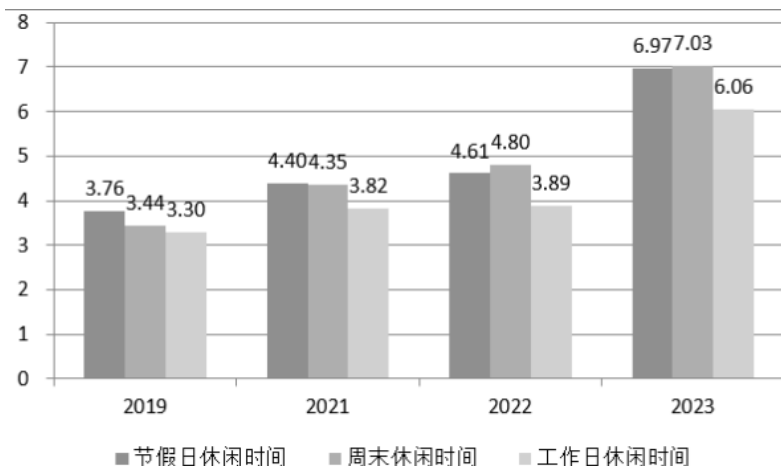
资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理 注：普及率分母为全国人口

■ 去年以来国内旅游呈现如下特点：

- 1) 旅游目的地：更分散多元。今年以来，旅游目的地更为分散多元，根据携程平台数据，今年五一假期四线及以下城市旅游订单同比增加140%，明显高于一二线城市。从淄博烧烤、哈尔滨冰雪游、天水麻辣烫、开封王婆、菏泽树哥等，各类小众热点对当地文旅带动显著。
- 2) 出游半径：长假期间居民出游距离略有提升，但日常则中短途更居主导。结合中旅院报告，2023年重要节假日尤其“五一”、“中秋+国庆”假期，游客出游距离和目的地休闲半径明显增长均比2019年有微小提升。但疫情期间养成的平日更高频的周边短途出行习惯保留，根据中旅院，2023年1-10月近程省内客流较2019年增加24.9pct。

■ 我们分析上述现象本质是需求丰富多元和供给改善的综合结果。一方面在经济渐进复苏过程中，居民追求理性消费的同时强化体验升级与情绪价值，选择出游旅游目的地时不再拘泥于传统热门城市，而是以精神体验为先。参考中旅院报告，2019-2023年城镇居民在工作日、周末及节假日的每日平均休闲时间均逐步增长，2023年总休闲时长较2019年接近翻倍；农村居民休闲意识也不断增强，农忙时也愿意拿出更多时间去休闲，2023年总休闲时长较2019年提升10%。另一方面，国内本身自然资源和人文特色丰富，短视频等网络社交媒体营销把内容相对还原的触达到广泛的人群、有效放大声量；而高铁交通网络的广覆盖提供基建基础。整体旅游呈现高韧性并多点开花。

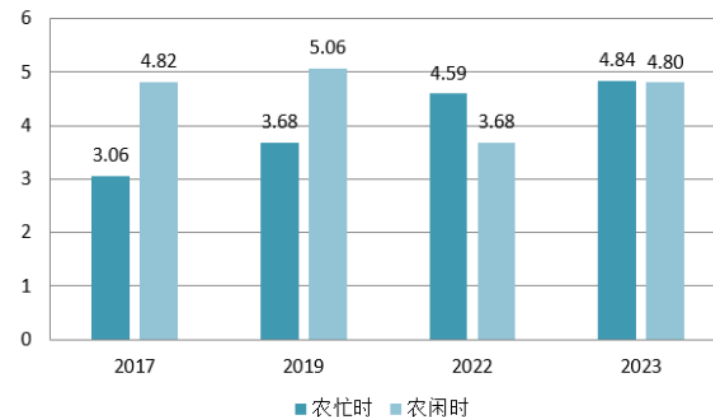
图：城镇居民休闲时间变化情况（单位：小时）



资料来源：中国旅游研究院，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

图：农村居民农忙农闲时节休闲时间比较（单位：小时）



资料来源：中国旅游研究院，国信证券经济研究所整理

图：2021-2023年主要节假日居民出游半径和目的地休憩半径

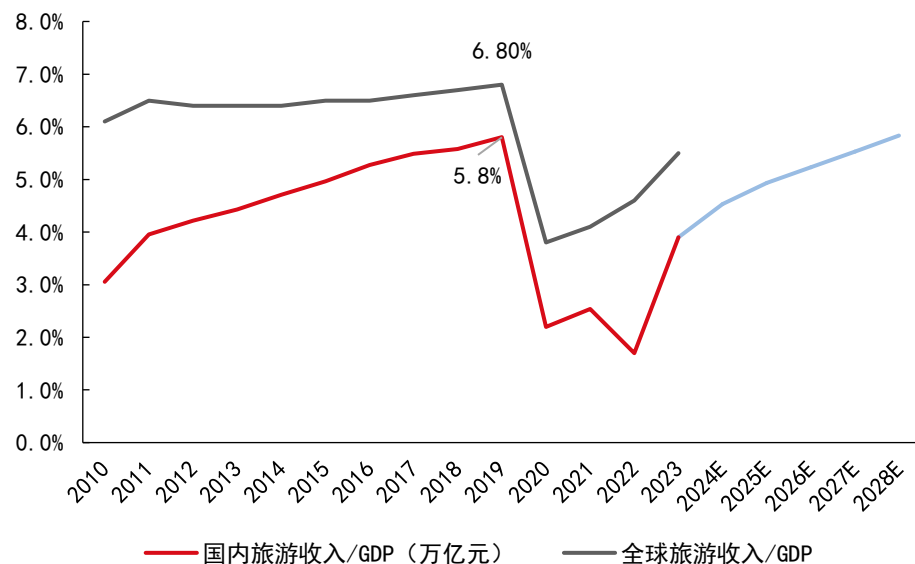


资料来源：中国旅游研究院，国信证券经济研究所整理

国内游：国际对比，我国旅游收入规模占GDP比重有望进一步提升

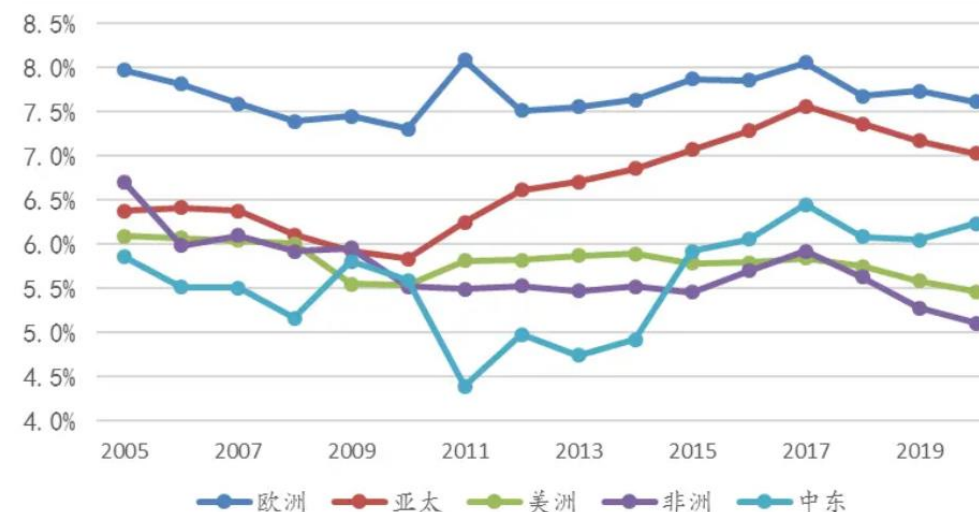
- 长远来看，我国旅游迈上新台阶，国内游收入占GDP比重仍有良好提升空间。2019年我国国内旅游总收入/GDP比重为5.8%，加上入境游收入后约为6.7%，对比看2019年全球旅游总收入/GDP平均水平为6.8%、亚太为7.0%、欧洲为7.6%、中东为6.2%、美洲为5.5%、非洲为5.1%，整体上较亚太及全球平均水平仍有提升潜力。若按照文旅部预测的2024年国内游收入实现6万亿元，则占GDP比重约4.5%（GDP增速按照5%的政府目标）。简单测算，假设到2028年旅游收入占比渐进修复至2019年，对应2023-2028CAGR有望实现13%。结合国家领导讲话，旅游是综合性产业，是拉动经济发展的重要动力。后续在顶层设计引导发展、各地文旅积极创造更加丰富的优质供给、居民旅游消费需求趋于日常化的趋势下，预计整体旅游占GDP比重有望进一步提升。

图：我国国内旅游总收入占GDP的比重



资料来源：国家统计局，WTCF，国信证券经济研究所整理

图：五大区域旅游总收入相当于GDP的比重

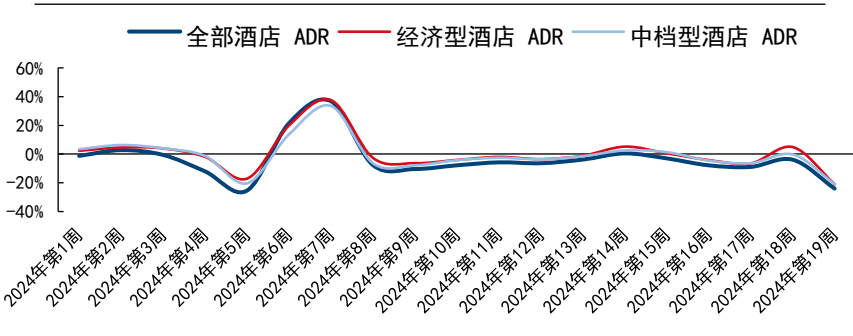


资料来源：WTCF，国信证券经济研究所整理

国内游：OTA平台契合供需变化趋势，在线化渗透率有望进一步提升

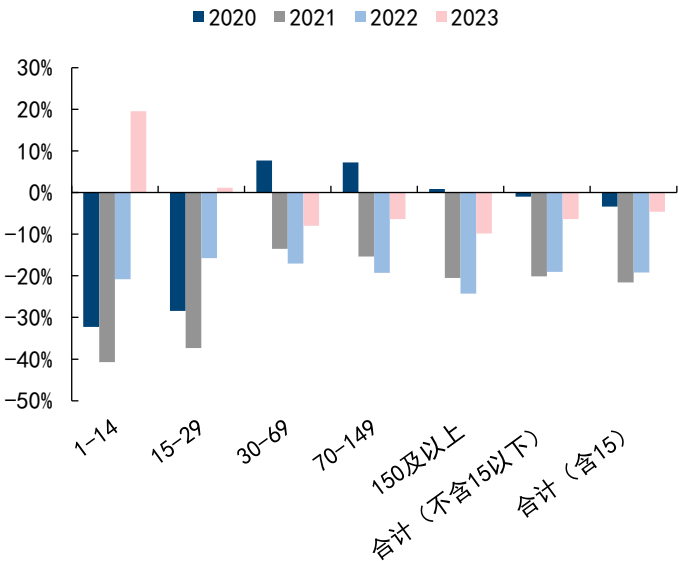
■ 短期视角看，今年以来酒店保量意识提升，OTA分销渠道地位强化。我们分析，伴随酒店供需错配价格红利期逐步过去（2023年底该缺口缩减至5%），在商旅需求渐进复苏趋势下，把握旅游需求成为酒店业重要抓手。而今年以来居民旅游同比增长相对稳定，同时呈现目的地更加分散、消费理性化趋势，同时出境游恢复提速也带来部分分流，整体上酒店房价在高基数下同比提升存在难度（根据STR，2024Q1酒店平均房价同比持平、五一假期平均房价同比下滑12%），需要渠道给予更强的流量资源倾斜实现最大程度的保量。疫情三年酒店相对习惯了线上浮动定价，对于旅行社签订的低价包房协议意愿降低，后者人才队伍重组也偏滞后，线上渠道恢复度显著领先于线下；其中酒店集团线上中央预订更多服务商旅需求，OTA则有7成左右订单服务休闲需求。

图：酒店行业ADR今年以来同比有所下行



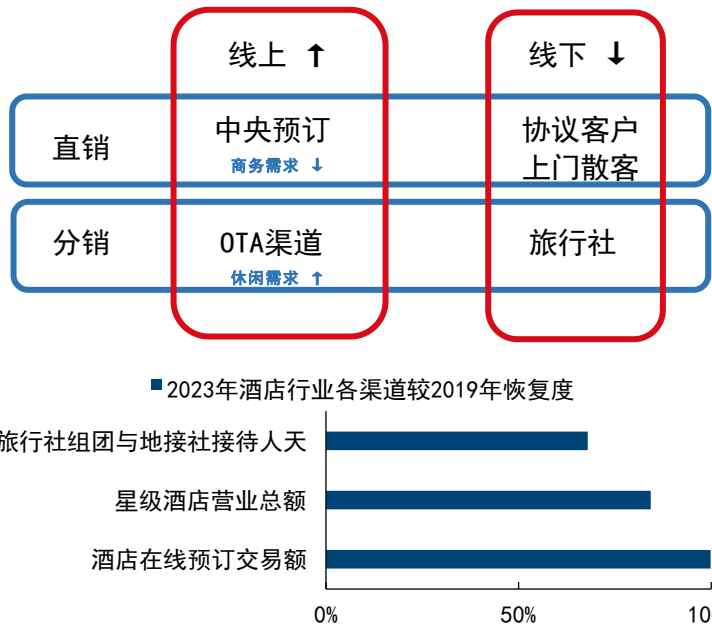
资料来源：中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

图：我国酒店行业市场房量供给较2019年变动



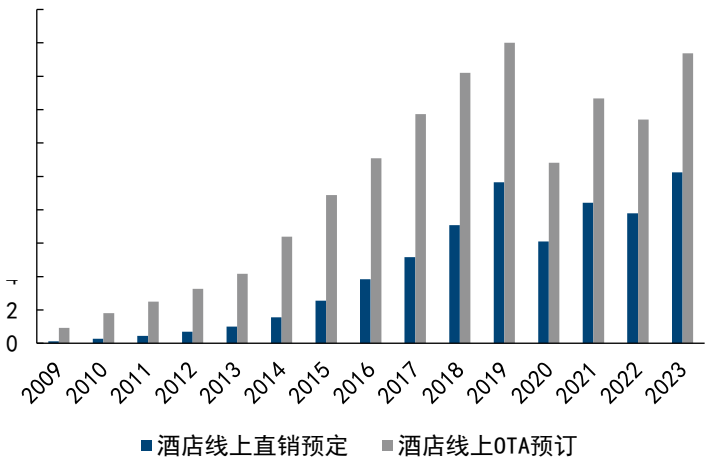
资料来源：中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

图：2024年酒店行业流量渠道变化



资料来源：文化和旅游部，Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图：我国在线酒店预订金额构成

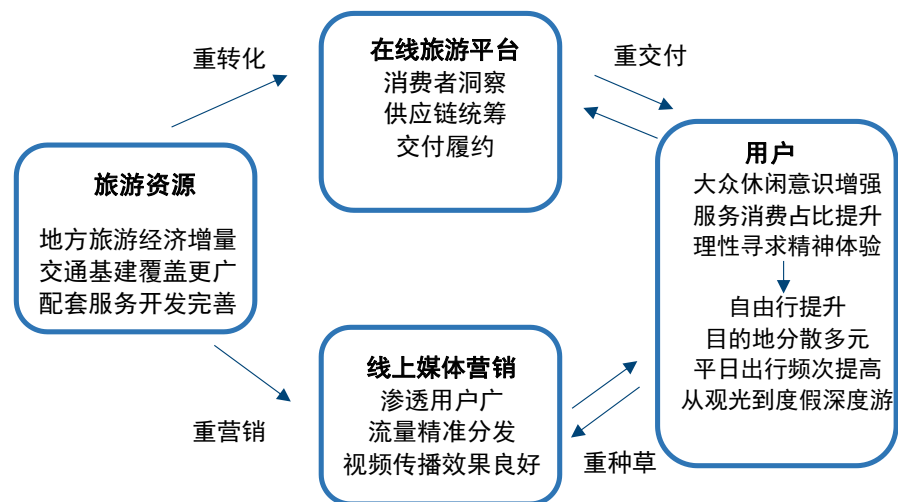


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

国内游：OTA平台契合供需变化趋势，在线化渗透率有望进一步提升

- 长期看，OTA平台契合旅游供需变化趋势，在线化渗透率有望进一步提升。旅游供需相对分散，更趋个性化、多元化，线上OTA平台拥有较强的消费者洞察以及供应链资源整合能力，有望及时顺应各地热点推出交通、住宿、当地旅游产品组合，或直接与当地文旅局合作打造专属IP，并以较高信息推送效率触达相关用户。在旅游逐步走向供需双旺的趋势下，OTA的产业链价值有望进一步凸显，从而推动旅游产品预定（尤其潜力较大的酒店业务）的在线化渗透率持续提升。
- 比如，综合供给端旅游淡季好价+细分需求，携程针对50岁以上银发人群推出老友会。根据中国旅游研究院预测，2025年我国出游率较高、旅游消费较多的低龄健康老人预计将超1亿人，老年旅游收入有望超万亿元。携程平台推出携程老友记专项服务，借助高品质的一站式度假产品、传统旅游淡季的专享价格，有效把握细分市场需求。2023年携程平台上银发人群（50岁及以上）下单用户数较2019年同期增长9成，增速超其他年龄段用户。

图：旅游闭环中OTA发挥履约的重要作用



资料来源：WTCF，国信证券经济研究所整理

图：携程老友会为50岁以上人群带来“超值精品游”

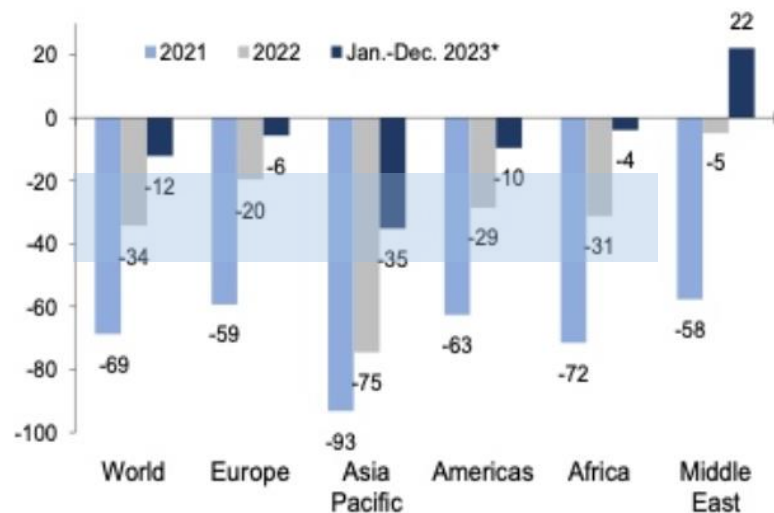


资料来源：携程，国信证券经济研究所整理

出入境游：欧美2023年恢复至9成以上，为亚太2024年提供参考

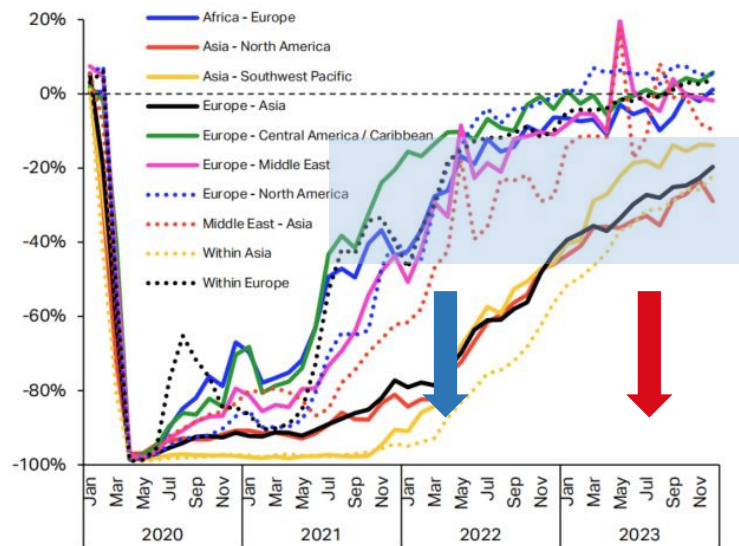
- 放眼海外，欧美国家多数从2021年持续放松管控，2023年作为国内开后的第一年、欧美基本放开后的第二年，其恢复程度可供借鉴参考。
- 2023年亚太跨境出行与欧美2022年恢复度接近。2023年我国国内出行已经完全恢复，出境可参考整体亚太情况。根据IATA，2023年亚太跨境旅客运输量（RPK）恢复至2019年同期的73%，恢复度与欧、美2022年的75%、79%相近，UNWTO的休闲旅游恢复度与国际航线基本类似。
- 2023年欧美跨境出行恢复至90-100%，2024年亚太出入境游恢复可期。根据IATA，2023年欧美跨境出行基本完全恢复，其中北美从2021年的34%恢复至2023年的101%、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



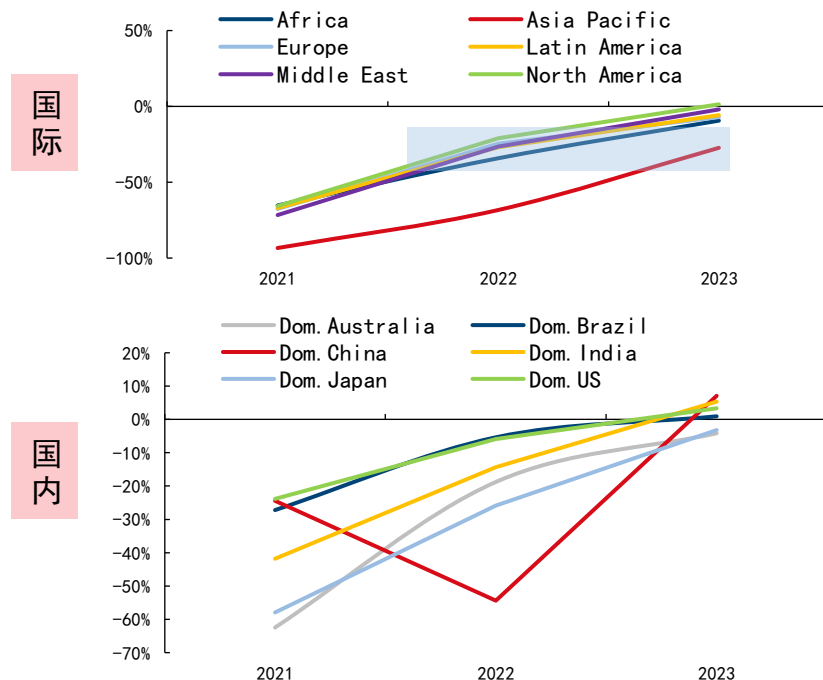
资料来源：UNWTO，国信证券经济研究所整理

图：全球国内和国际RPKs与2019年相比变化



资料来源：IATA，国信证券经济研究所整理

图：2023年全球各区域国际和国内RPKs与2019年相比变化

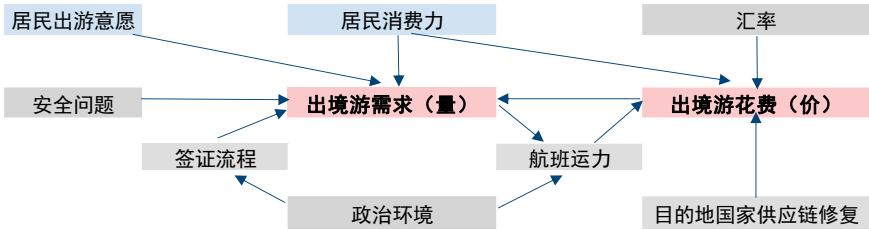


资料来源：IATA，国信证券经济研究所整理

出入境游：出境游2023年恢复渐进，2024年迎来边际景气向上

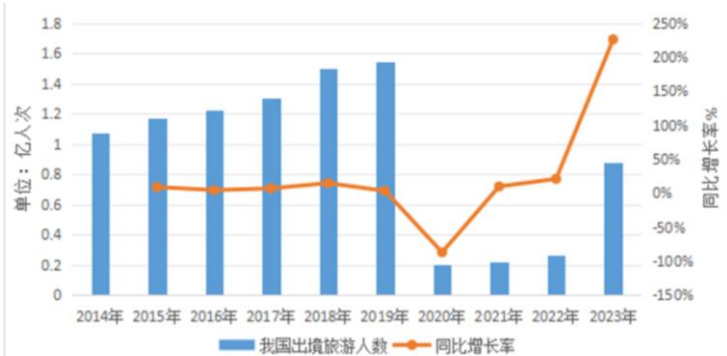
- 聚焦国内，2023年出境游复苏渐进，出境旅游人数恢复至2019年的56%，文旅部预计2024年有望恢复至84%，人次提升至1.35亿。
- 2024年以来国际客运航班运力与签证政策两大关键因素继续边际改善。目前出境游尚处于修复阶段，我们分析签证政策与航班运力对于出境需求有直接促进或制约作用，出游需求增加反过来也有助于航班运力投放，从而带来价格回落，进一步对出游需求形成正向循环。航空运力方面，2023年民航国际客运航班整体恢复至2019年的37.5%，从年初的不到10%提升至年末的56%，2024年4月恢复至71%。
- 供应链修复程度、当地汇率也影响旅行成本，进而影响相关需求。根据广之旅数据，伴随供应链恢复，旅游资源的采购价格有所下降，2024暑期出境旅游价格同比下降约10-20%。比如今年以来亚洲货币贬值，进一步带动日本、印尼等旅游需求。

图：出境游需求影响因素拆解



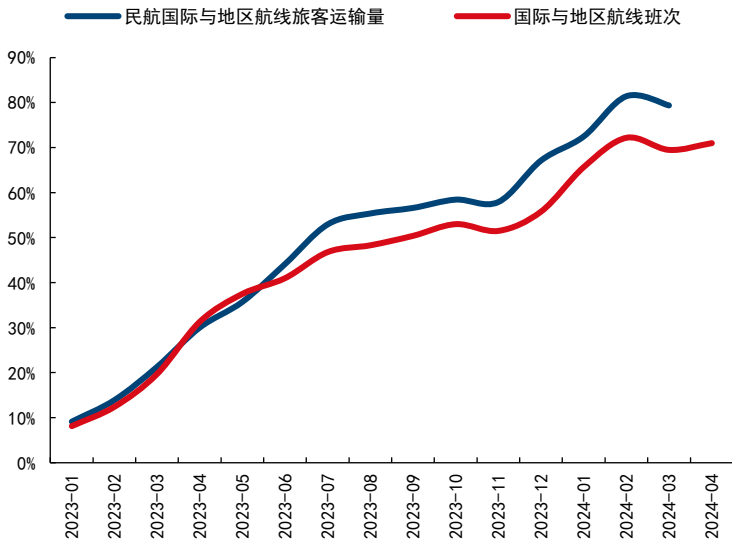
资料来源：国信证券经济研究所整理

图：我国出境游人次变化趋势



资料来源：文化与旅游部，国信证券经济研究所整理

图：国际与地区旅客运输量及航班运力恢复情况



资料来源：中国民航局，航班管家，国信证券经济研究所整理

图：2024年五一假期各国航班恢复情况



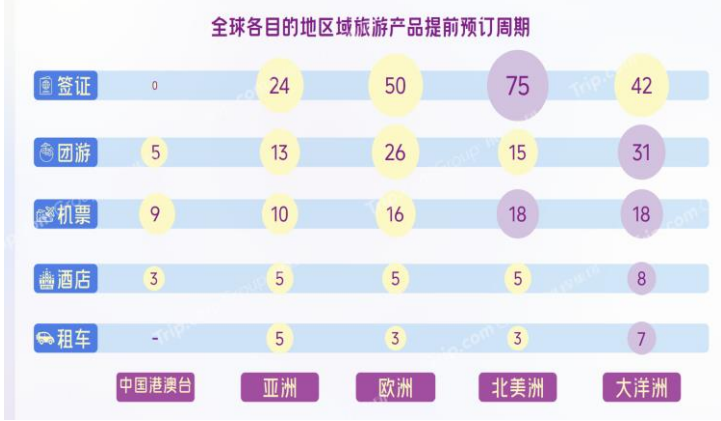
资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

出入境游：出入境游关键制约逐步改善，供应链修复及汇率趋势进一步促进



- 签证政策方面，今年以来免签朋友圈持续扩大，截止2024年5月中旬，与我国互免签证的国家提升至25个，单方面免签的为24个，单方面允许落地签的46个。其中亚洲、南美洲部分国家或地区对我国公民签证政策友好力度相对更大。
- 从实际国家旅游人次恢复上面，亚洲短程游尤其免签国家恢复较快，欧洲小众国家也表现突出。结构上，港澳地区及东南亚、日韩等短途国家是出境热门目的地；此外，中东非出境游异军突起，得益于利好的签证政策和航线的恢复。欧洲游方面，由于航线、签证等资源问题，加之老牌旅游国家因通胀因素带动成本上涨，但一些相对更具性价比且自然人文风光兼具的小众目的地增长相对更快。北美目前航班运力仍有限制，恢复落后。

图：全球各目的地区域旅游产品提前预订周期



资料来源：携程，国信证券经济研究所整理

表：签证优化政策

	互免普通护照签证的国家 (25个)	单方面允许中国公民免签入境国家或地区 (24个)	单方面允许中国公民办理落地签证国家和地区 (46个)	中国单方面允许免签入境国家或地区 (12个)
亚洲	阿联酋、马尔代夫、卡塔尔、亚美尼亚、阿尔巴尼亚、哈萨克斯坦、新加坡、泰国、格鲁吉亚、马来西亚	乌兹别克斯坦、韩国（济州岛等地）、阿曼、伊朗	阿塞拜疆、巴林、东帝汶、印度尼西亚、老挝、黎巴嫩、缅甸、尼泊尔、斯里兰卡、土库曼斯坦、文莱、约旦、越南、柬埔寨、孟加拉国、塔吉克斯坦、叙利亚、伊拉克	文莱
非洲	毛里求斯、塞舌尔	摩洛哥、法属留尼汪、突尼斯、赞比亚、莫桑比克、安哥拉、贝宁、马拉维	埃及、多哥、佛得角、科摩罗、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、毛里塔尼亚、圣多美和普林西比、坦桑尼亚、乌干达、津巴布韦、几内亚比绍、博茨瓦纳、加蓬、布隆迪、赤道几内亚、吉布提、尼日利亚、塞拉利昂、索马里	
美洲	巴巴多斯、巴哈马、多米尼克、厄瓜多尔、格林纳达、苏里南、安提瓜和巴布达	海地、南乔治亚和南桑威奇群岛（英国海外领地）、圣基茨和尼维斯、特克斯和凯科斯群岛（英国海外领地）、牙买加、圣卢西亚、古巴	圭亚那、圣赫勒拿（英国海外领地）、玻利维亚	
大洋洲	斐济、汤加	美属北马里亚纳群岛（塞班岛等）、萨摩亚、法属波利尼西亚、基里巴斯、密克罗尼西亚联邦	帕劳、图瓦卢、瓦努阿图、巴布亚新几内亚	
欧洲	波黑、圣马力诺、塞尔维亚、俄罗斯			法国、意大利、德国、荷兰、西班牙、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡

资料来源：国家移民管理局，国信证券经济研究所整理 注：更新至2024年5月

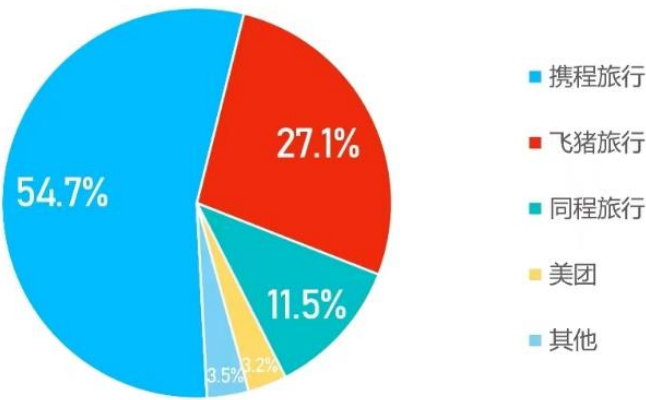
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

出入境游： OTA出境游修复始终快于行业整体，暑期有望进一步提速



- 疫后出境自由行偏好提升，OTA出境机酒业务恢复好于行业航班运力，龙头份额进一步提升。从供给端来看，疫情期间出境组团社及海外中文地接社均有所出清，同时由于国内的出境游旅行社牌照审批流程较为复杂，整体恢复相对渐进；而在国际航班运力修复期，航司优先出售散客票，预计团队票成本较此前也有所提升。从需求端看，出境游更加年轻化，根据携程平台统计90-00后出境游占比为45%，较2019年提升12pct。在此背景下自由行呈现出更快的恢复，疫前2/3出境游为自由行的携程平台直接受益，且平台此前率先复苏的纯海外业务已先发激活海外供应链进一步助力。从实际表现看，平台出境游业务持续领先行业，2023Q1-2024Q1出境机票和酒店预定量分别恢复至约40%/60%/80%/80%/90%，始终快于行业航班恢复量15%/37%/50%/60%/70%，2024年五一假期更是恢复超120%。
- 下半年恢复有望进一步提速。结合同程旅行出境游趋势报告，居民在暑期出境的人次占比21.6%、国庆假期占比13.7%，显著高于其他节假日，预计下半年出境游有望提速。伴随出境游复苏，份额占比较大的携程集团有望领先受益。根据携程平台数据，二季度办签量同比2023年增长翻倍，较2019年也实现了20%的增长。

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)



资料来源：Fastdata极数、国信证券经济研究所整理

图：2023年出境游用户更加年轻化



资料来源：携程出境游报告，证券经济研究所整理

图：居民出境游时间选择



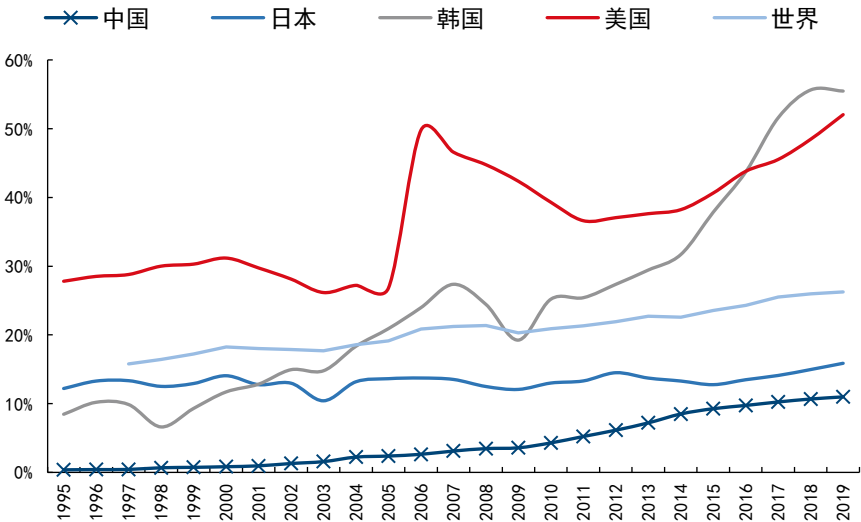
资料来源：同程旅行数据，证券经济研究所整理

出入境游：中线我国出境游渗透仍有较大提升空间，OTA有望充分受益



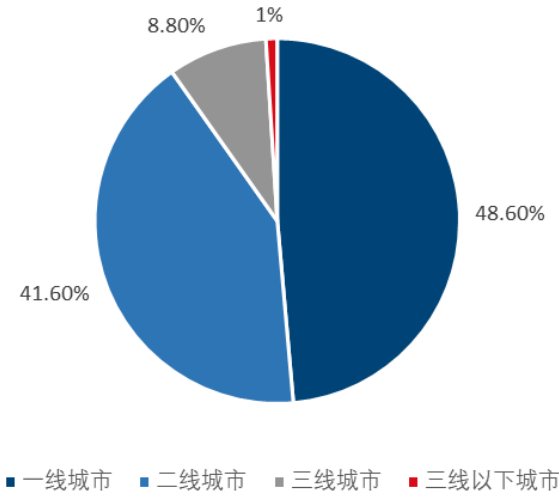
- 长线看，国内居民出境游渗透空间仍大，伴随一线向二三线延伸，2028年总人次有望突破2亿，依托“供应链+服务”核心优势，及行业线上渗透率提升，OTA有望获得行业增量。2019年中国出境游规模达到1.55亿人次，总渗透率约11%，横向对比全球约26%仍有较大提升空间。结构上看。以2018年为例，一线城市渗透率接近全球平均水平，二三线分别仅17%、4%，随着二三线居民消费水平提高，出境渗透有望提速。根据《中国出境旅游手册2023》，预计中国出境游人数将在2028年突破每年2 亿人次大关，并于2030年达到2.28 亿。
- OTA自由行机酒业务中线有望核心受益，增速有望持续快于行业整体。参考WTA调查，以法国入境中国为例，自由行随出境次数增多而显著提升。后续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。以携程为例，2019年其自由行“机票+酒店”与出境跟团游收入占比为2:1，前者对应更高利润率，相应地后续也有望推动其利润增长。

图：各国出境游渗透率对比



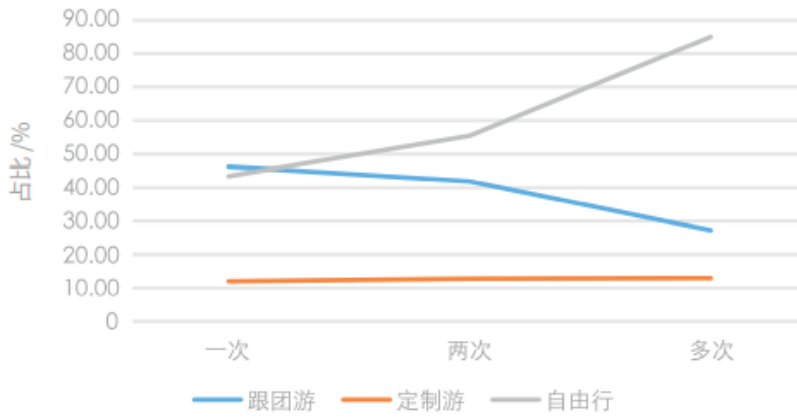
资料来源：UNWTO、国信证券经济研究所整理

图：疫前我国出境游城市类别占比



资料来源：文化和旅游部，证券经济研究所整理

图：法国游客旅华次数对其旅行方式的影响示意图



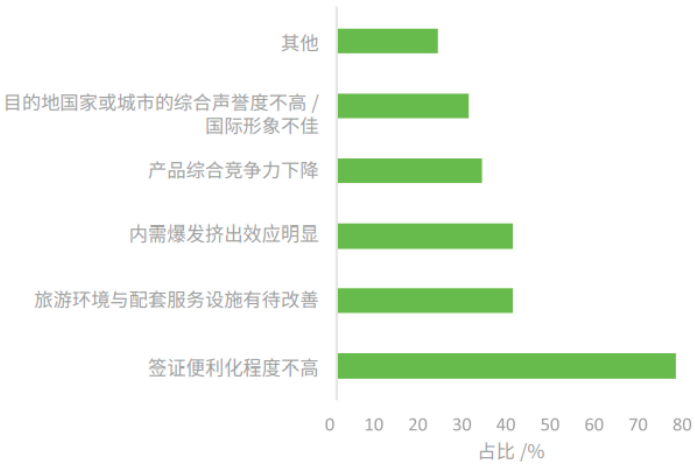
资料来源：WTA，证券经济研究所整理

出入境游：入境游免签利好带动订单增长，中线提升潜力大



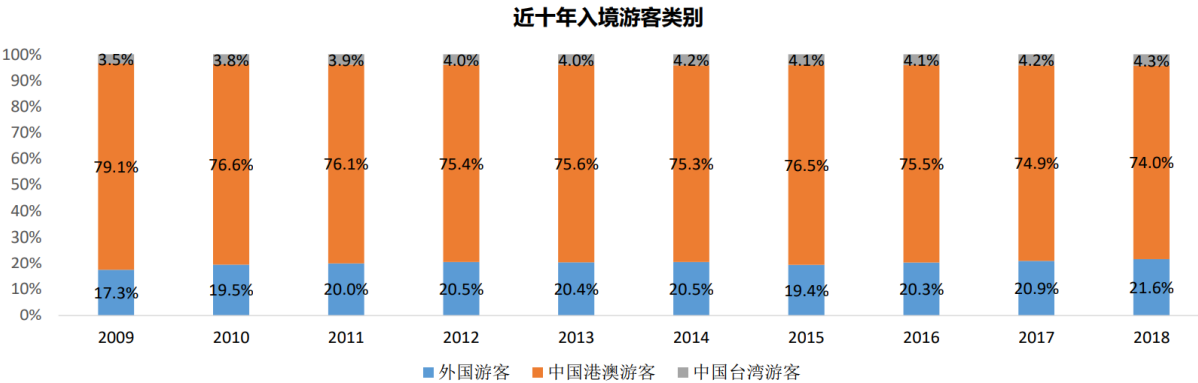
- **入境游陆续迎来免签利好。**根据文旅部数据，初步估计2023全年我国接待入境游客恢复到2019年的六七成（1.45亿人次的六七成，即0.87-1.02亿人次），其中中国港澳台地区恢复相对更高。为促进入境游的进一步复苏，目前我国互免国家已扩大至新加坡、马来西亚、泰国等25个国家，单方面免签国家范围扩大至法国、德国、意大利等12个国家（2024年5月进一步延长期限2025年12月31日）。此外，5月国家移民管理局决定在中国沿海所有邮轮口岸全面实施外国旅游团乘坐邮轮入境免签政策。
- **政策效果显著。**政策基础上，头部平台也积极发力，如今年4月携程针对入境转机国际旅客推出“上海免费半日游”专享活动。根据ITB China论坛报道，携程平台2024年入境游旅客中，普通护照签证互免国家的旅客订单量较2019年增长最快。五一假期平台入境游订单同比增长105%，中国单方面免签的12国及相互免签的新加坡、泰国，累计入境游客同比增长约2.5倍。
- **中线来看，2019年中国入境旅游收入占GDP比值为0.5%-1%，参考世界主要经济体的入境旅游收入占GDP比例在1%-3%，后续进一步改善对国民经济的提升有带动作用。**入境游与国内游共享国内旅游资源，旅游人次的提升有望形成良好的乘数效应。

图：影响团队入境游客问题



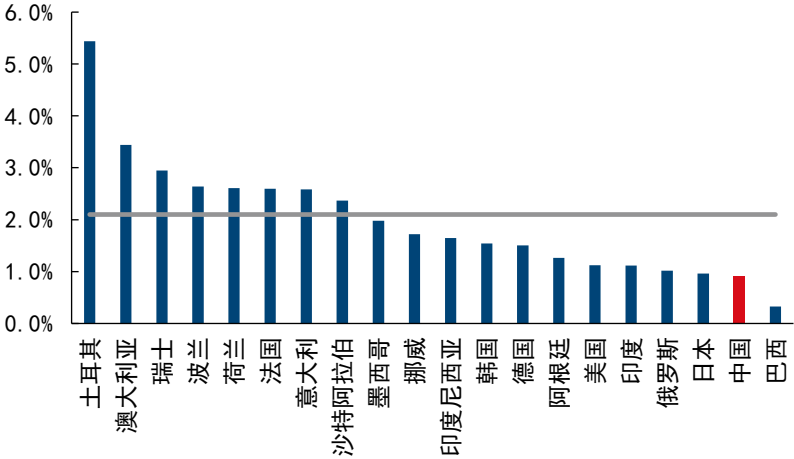
资料来源：WTA、国信证券经济研究所整理

图：我国入境游人次及分类



资料来源：文化和旅游部、国信证券经济研究所整理

图：我国入境游收入及占GDP比重



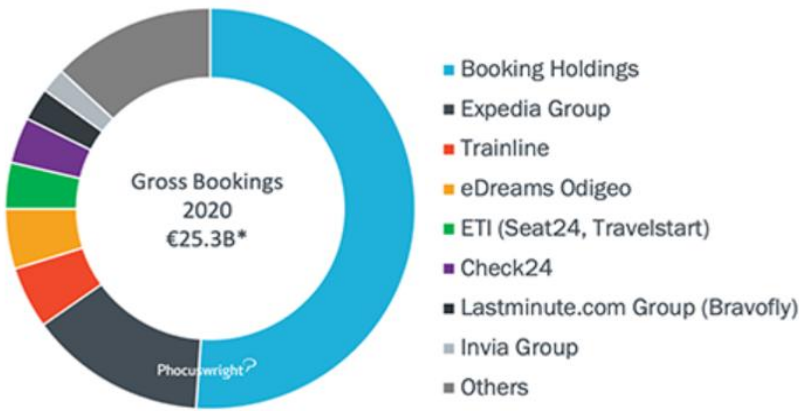
资料来源：世界银行，文化和旅游部，证券经济研究所整理

- 01** 携程集团：二十五载磨一剑，对标国际龙头看公司经营效能全方位优化
- 02** 趋势洞察：在线旅游行业经营生态显著改善，在线化渗透有望持续演绎
- 03** 竞争要素：供应链整合与履约效率筑壁垒，新时期龙头先发优势更为凸显
- 04** 成长看点：立足国内外出行闭环，Trip.com空间广阔路径清晰
- 05** 投资建议：行业标杆龙头综合效能优异，进入国际提速扩张新周期

行业竞争格局：目前我国OTA行业竞争已趋缓，亚洲格局未定

- 我国OTA行业内部竞争也已趋缓。我国OTA行业已发展20余年，经过早期2011-2015年价格战、2018年本地生活服务平台自带高频流量跨界参与酒旅业务后重回稳定。近年来短视频等平台从内容平台先是延伸至电商平台、进一步向生活服务触达，但在盈利效率要求提升下也需平衡投入产出比，目前竞争态势也相对稳定。
- 亚洲市场各地分化格局未定。参考我们此前《以欧美为鉴，再议OTA龙头价值》一文，欧美市场传统OTA行业十分集中，欧美市场OTA起步较早，线上化率更高，发展相对成熟，Booking、Expedia两分传统OTA行业。其中欧洲市场Booking（欧洲占比高）、Expedia（美国占比高）合计市场份额占比超6成，美国市场合计占比超9成。而亚洲各地线上化渗透率处于不同阶段，日本当地旅行社发展更强，主要系集团本身产业链话语权较强且后续内部逐步延伸线上业务布局；韩国旅游在线化率相对居前，本地OTA为主导；东南亚在线渗透化率处于提升阶段、增速相对更快，相对更大的印尼市场诞生其本地龙头；各个国家整体均被国际龙头均有渗透，但市场仍然相对分散。

图：欧洲OTA行业市场竞争格局



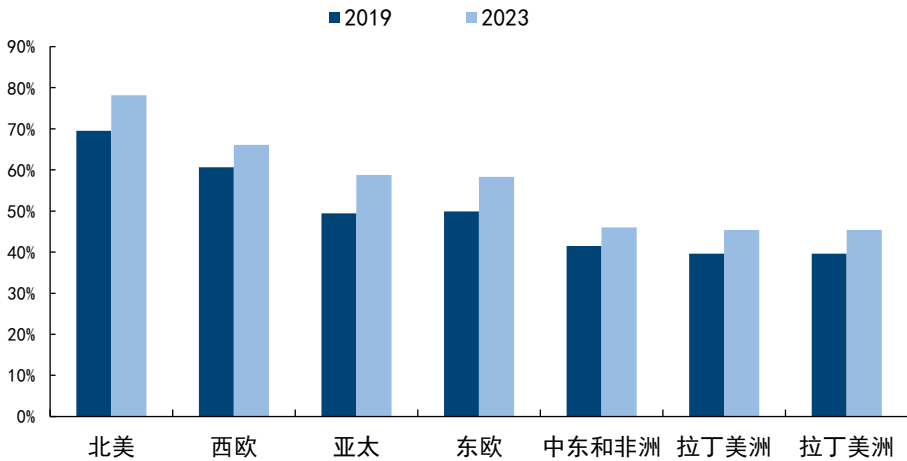
资料来源：phocuswright，国信证券经济研究所整理

图：美国OTA行业市场竞争格局



资料来源：phocuswright、国信证券经济研究所整理

图：全球各区域线上化渗透率变化



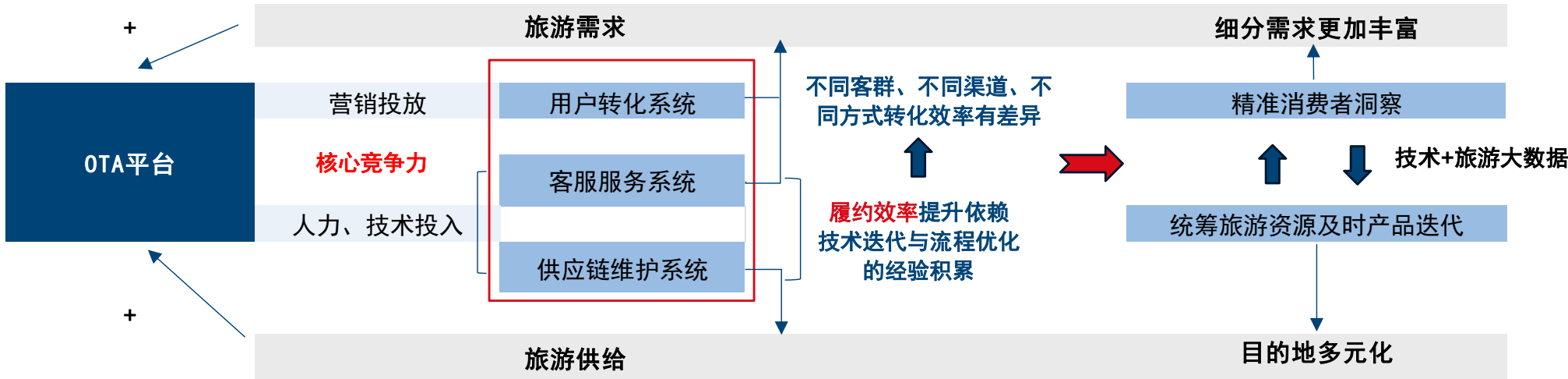
资料来源：欧睿数据、国信证券经济研究所整理

行业竞争要素：供应链整合与履约效率筑壁垒，新时期龙头先发优势更为凸显



- 竞争要素拆解：供应链整合与履约效率筑壁垒，规模先发优势显著，不同客群圈定对应差异化生意模式。旅游属于低频、高客单、长链条生意，需求端决策时间长、存在多平台比较动机，同时也对全流程服务要求较高；供给端旅游资源在空间、时间分布上分散。基于此，OTA平台**核心竞争能力**体现在有效对接供需，关键竞争要素为**供应链整合管理能力与履约效率**，而目标用户的差异则对应不同属性的生意，不同平台流量基因不同带来差异化竞争。
- OTA行业已发展至相对成熟，从潜在玩家参与形式的变化中，市场对OTA龙头竞争壁垒的认知逐步提升。市场此前担心流量龙头进入对现有格局有所扰动，但我国OTA行业发展二十余年已经相对成熟，伴随对供应商、用户双边的洞察积累与反馈效率提升，龙头存在显著的先发优势与规模优势。以酒店业务为例，龙头实际佣金率基本都维持在8-10%左右，低于海外市场，这是各个玩家平衡盈利与竞争的综合结果，一定程度上也阻止了其他玩家的获利空间。我们认为其他自带流量优势的潜在玩家，可借助价格补贴、新模式等获得其用户基因对应的市场份额，但也需考虑从0到1对人员、技术系统的投入与自身盈利的关系，因为供应链与履约才是能做大做强做久的关键。
- 立足当下，旅游新时期，行业竞争要素在传统供应链维护与履约基础体系之上，对龙头消费者洞察积累、供应链统筹与调整能力、流量转化效率有进一步要求，先发优势更为凸显。

图：OTA竞争要素拆解



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

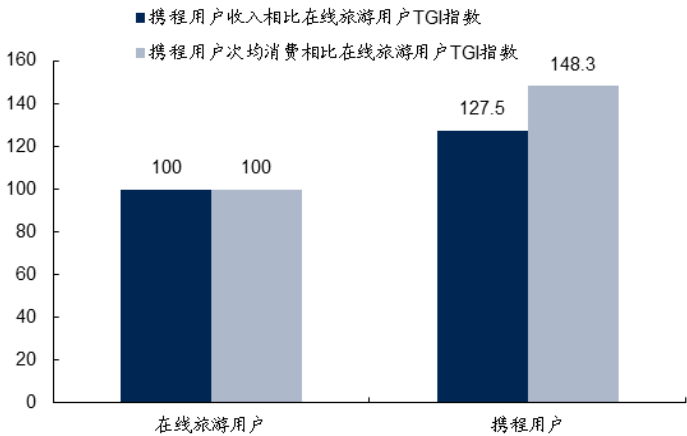
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

携程集团：用户高粘性，供应链体系成熟，技术驱动，高质量履约



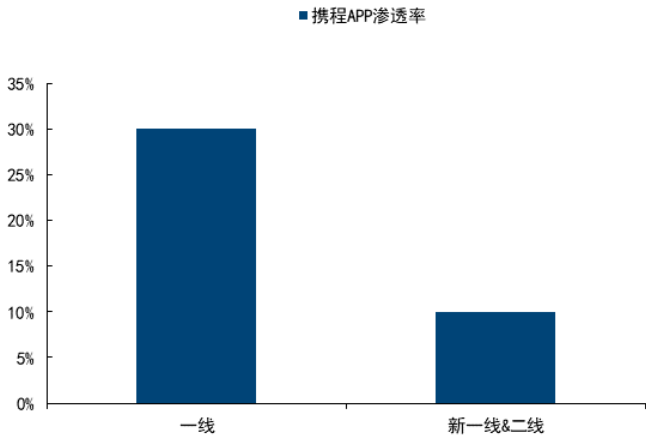
- 聚焦携程集团，按照前述分析逻辑（流量获取与转化、供应链整合与管理能力、履约效率）再次对公司的竞争优势梳理如下：
 - 1、流量获取与转化。1）定位中高端主力客群，低价格敏感度。公司早期主要通过地推和机场发卡等形式积累了最早一批商旅客人，奠定初始中高端优质客群基础，如下图所示平台用户高学历人群占比、用户收入、旅游客单价在行业均领先。这部分客群出行相对更高频，也更看重服务的全面性、规范性和稳定性，对价格敏感度相对不高，本身系在线旅游用户中最优质的客群。同时，目前携程商旅已发展为全国规模最大的商旅业务，这部分企业商旅用户对品牌的认知与对系统的习惯对于有望迁移到旅游出行需求。值得一提，优良客源基础也为其与上游供应链谈判中提供有利支撑。此外，携程通过去哪儿捕捉年轻客群、通过与同程、快手合作，以及开线下门店（2023年末共5700家）等方式吸引下沉市场增量客群。2023年，平台90、00后客群较2019年提升10pct，下沉市场贡献较2019年提升7.4pct。
 - 2）APP自有流量为主！高粘性、高转化。携程平台主要流量来自APP，一线城市渗透率预计已接近30%，早期PC时代线下转化获客，并在移动互联网时代完成用户迁移。APP流量相比其他外部流量渠道具备更高粘性、高转化属性，后期营销效率改善余地也更大，在内容战略（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）。其中内容战略以直播与榜单为核心推动下，公司营销效率也较疫前显著提升，2023年携程平台销售费率较2019年下降5pct。对比而言海外OTA龙头Booking过往外部Google等搜索引擎广告营销流量占比一半左右，2022年-2023年疫后复苏获取份额过程中，销售费率较2019年提升5-7个pct。

图：携程用户收入、客单价均高于在线旅游行业平均



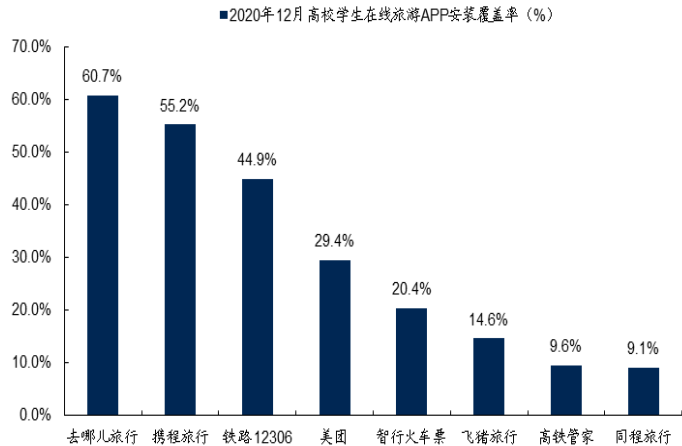
资料来源：Fastdata极数，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：不同等级城市携程APP渗透率差异



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：高校学生去哪儿安装覆盖率排名第一



资料来源：Fastdata极数，国信证券经济研究所整理

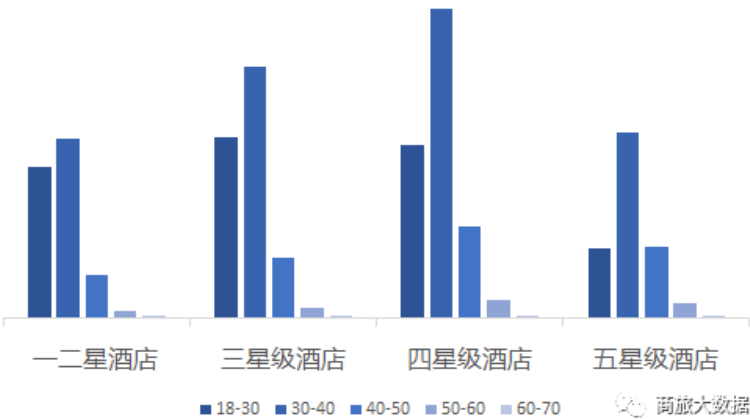
■ 圈定中高端用户客群需求，公司深耕供应链与服务体系建设。

- 2、供应链整合与管理能力。1）强大的一站式供应链整合实力，中高星酒店深度绑定。公司借助20余年的内生沉淀、外延收购投资等，打造住行娱一站式国内外出行平台。公司目前已基本实现国内酒店全覆盖，国内直采酒店基本占比100%。一方面，在相对高利润率的国内中高星级酒店中享有领先优势；同时以已有的优质流量反哺谈判能力，多年稳定且高于行业的订单转化、品质服务的品牌形象进一步绑定高星级酒店。估算中高星（3-5星）预订间夜占酒店总间夜约5成，收入占国内住宿预订约8成，贡献利润核心。
- 2）供应链维护已积累多年技术与效率迭代。上游酒店从区域和集中度上均分散，需要搭建专门BD团队对接，前期明确包括佣金率、保留房等细则商讨及后期及时维护调整。同时由于酒店定价、房态管理等十分专业，也需要OTA的日历房管理系统不断迭代更新。2023年底携程供应链BD团队预计8000+人，较2019年有所优化，系统效率提升及智能在线客服推动。此外，我们初步统计携程酒店商家系统2022年至今已升级30+项功能，这种针对商家反馈的多年迭代累积非朝夕可搭建成。

图：携程E-bookings系统商家界面



图：携程商旅客群不同年龄酒店预定选择



资料来源：携程商旅，国信证券经济研究所整理

图：酒店在设置房量时需要区分不同类型

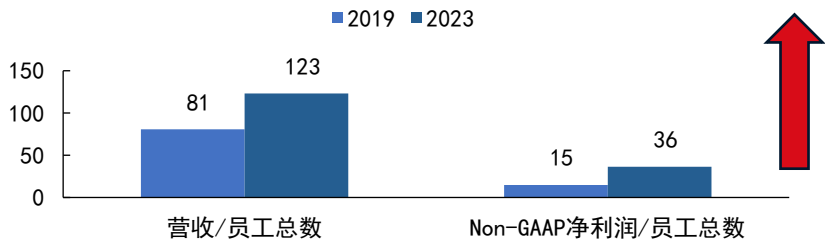
名词	含义	适用场景	对客感受
保留房	酒店预留给携程的房源	长期预留	“立即确认”给客人，无需等待
FreeSale	保留房售完后，自由售卖	房态“有房”且房量“不限”时生效	
限量	限保留房售完后自动关房	房量紧张，仅售卖保留房，没有额外房量可售	
不限量，非立即确认	保留房以外的，等待酒店确认	剩余房量少，多渠道共同售卖	等待确认X小时

资料来源：携程ebooking，国信证券经济研究所整理

资料来源：携程ebooking，国信证券经济研究所整理

- **履约效率：**1) 以客户体验为王，品质服务保证履约质量。旅游十分考验履约能力，这一是关乎平台本身的供应链产品质量，建立在平台在供应链的话语权（如保留房占比），同时也需要考验产研团队根据市场需求及时通过BD团队向上游反馈等全流程的效率。二是考验行前-行中-行后的服务。携程多年发展积累的7x24小时客服呼叫中心所提供的省心一站式服务，在长途游尤其部分紧急情况下扮演关键作用，相比平台模式，对用户出行体验和品质的把控力更强。截至2023年末，公司在国内和海外拥有9个客户服务中心，共1.38万人，包括上海、南通、广州、马尼拉、曼谷、吉隆坡、东京、首尔和爱丁堡，提供全面的本地化服务。
- **2) 旅游业首个垂直大模型，AI赋能自动化问题处理。**2023年7月，携程发布旅游业首个垂直大模型携程问道，基于约200亿旅行数据，20亿行程数据，辅助用户进行旅行目的地、酒店、景点预订以及行程规划决策。此外，trip.com聊天机器人TripGenie，集成OpenAI API技术，实时接收量身定制的旅游路线、行程和旅行预订建议等全方位的旅游解决方案。截至2023年年底，借助智能客服，携程机票和酒店业务的用户问题自助解决率均已达到七成以上。
- **总体而言，公司以消费者体验最大化（高品质）为核心，不断强化供应链产品及服务能力，已形成核心竞争实力，而高粘性高转化客群进一步对供应链巩固形成正反馈，公司国内利润核心业务的地位相对稳固。**

图：携程集团人均贡献变化（单位：万元）



图：Trip.com行程推荐：提供图文信息



资料来源：官方APP，国信证券经济研究所整理

其他玩家：其他玩家跨界不易，再次验证行业壁垒深厚

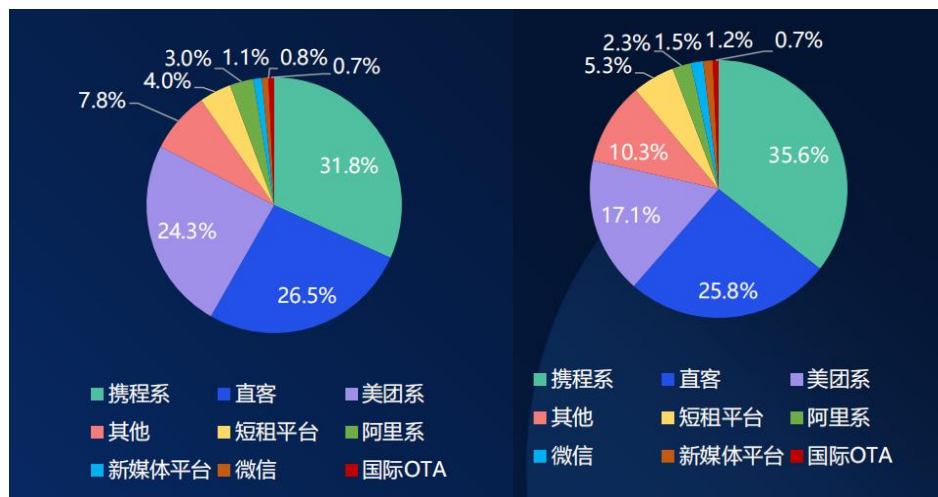
■ 国内：OTA做大供应链与履约能力缺一不可，后发者及流量玩家对于中高端酒店格局扰动有限

- 飞猪：背靠流量和供需信息匹配技术，但平台模式履约能力相对不足，发展至今在体量规模、市场覆盖等方面与头部玩家仍有差距。
- 美团：本地生活龙头，高频流量导入低频业务，从0到1布局酒旅多年，目前在下沉市场间夜量已实现第一，目前预计平均房价不足200元。
- 我们分析OTA做大做强背后供应链与履约能力缺一不可，而不同流量基因也带来差异化竞争模式。中高端酒店本身有相对完整的价格体系、对于自身品牌价值的维护意识更高；同时酒店注重平台的对接售后能力及实际导流能力，相应要求更高的供应链团队与客户服务团队。即中高端酒店与中高端客群本质上更追求品质服务，佣金/价格敏感度相对更低，积累中高端流量基因的平台借力双边效应有望发挥更显著的先发优势。

■ 海外：流量玩家在赚取OTA龙头广告费用的同时，也曾涉足直接酒店预订业务，但以重回主业告终

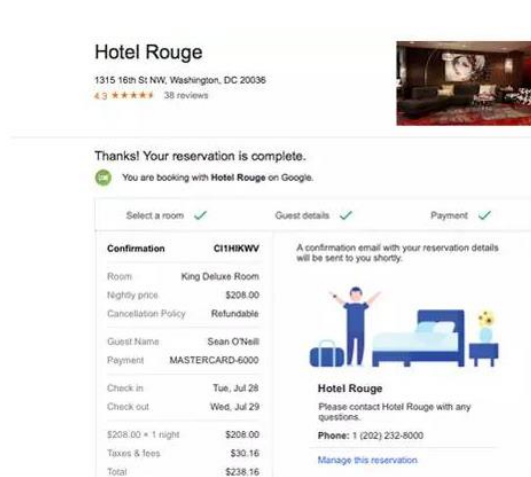
- Tripadvsior：国际旅游点评网站，2008-2014年借助一些列资本化运作实现高速增长，期间2011年从Expedia分拆上市，2014年6月市值提升至151亿美元，3年市值翻3倍（彼时Priceline市值为315亿美元、Expedia约90亿美元）。2014下半年后增长与盈利逐步承压，公司开启积极转型，从点击流量变现模式向直接预订酒店赚取佣金模式模式，但过程和结果并不如人意，后期仍以元搜索广告变现为主。同时期Google也曾网页端推出即时预订酒店功能，而2022年谷歌已经宣布将关闭该功能，以提升经济不确定性下的公司效率。

图：2024年五一假期全国分销渠道间夜占比（左）及销售额占比（右）



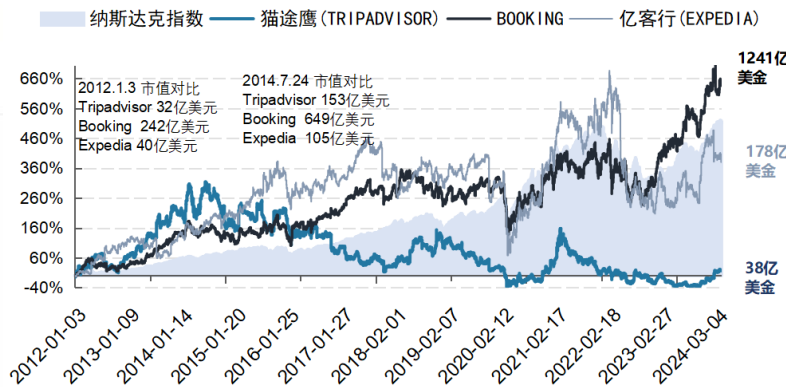
资料来源：旅智科技数据分析中心，国信证券经济研究所整理

图：Google曾尝试即时预订酒店功能



资料来源：环球旅讯，国信证券经济研究所

图：猫途鹰市值复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- 01** 携程集团：二十五载磨一剑，对标国际龙头看公司经营效能全方位优化
- 02** 趋势洞察：在线旅游行业经营生态显著改善，在线化渗透有望持续演绎
- 03** 竞争要素：供应链整合与履约效率筑壁垒，新时期龙头先发优势更为凸显
- 04** 成长看点：立足国内外出行闭环，Trip.com空间广阔路径清晰
- 05** 投资建议：行业标杆龙头综合效能优异，进入国际提速扩张新周期

成长展望：短期出境游弹性可期，中线期待亚洲市场整合



- **国内游：**旅游韧性彰显，目前回归常态化增长，后续旅游产业占GDP比重仍有较大提升空间。具备全产业链覆盖、前瞻性洞察旅游消费热点并适时调整产品组合的OTA产业价值有望进一步提升，推动在线化率进一步增长。其中交通业务线上化渗透相对成熟，酒店业务预计仍有上行潜力。聚焦携程，公司国内业务目前已经是格局稳定利润释放期现金牛，受益于旅游经济提升及在线化渗透率增长。
- **出境游：**短期免签政策与运力恢复助力景气向上，未来我国出入境游渗透率提升仍有较大提升空间。聚焦公司，出境更高的客单价与更高的交通提点对应更优盈利能力，估算2019年公司出境游业务OP margin达30%，2023年以来票价提升和人员成本优化预计进一步助推利润率改善。估算2023年出境游相关收入恢复至约5-7成。假设国际航班运力Q1-4逐季递增恢复至70%-100%，公司全年出境游业务有望恢复至疫前85%-100%；参考2023年公司整体利润率水平较2019年提升11pct，假设2024年出境游业务较2019年增加9-15个pct，估算经营利润同比增量约7-18亿元。
- **国际业务：**亚洲整体市场尚未出现欧美市占率较高的玩家，携程集团背靠国内统一大市场的境内与出境游积累了供应链与服务体系，有望赋能海外扩张。目前以亚洲市场为主的Trip.com或已实现边际利润转正，在政策支持下入境游有望成为良好突破口。
- 后文将对比booking分析trip.com海外扩张可行性和空间。

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	未来展望
1、格局稳定的现金牛				
国内业务	约63%	约72-76%	140-150%	增速好于行业，行业好于GDP增速
2、处于恢复期的边际增量业务				
出境业务	约25%	约11%-15%	约50-70%	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%左右
3、处于投资周期的新成长极				
国际业务	12%	13%	132%	Skyscanner成熟期，有望稳健增长 Trip.com有望50%以上增速

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

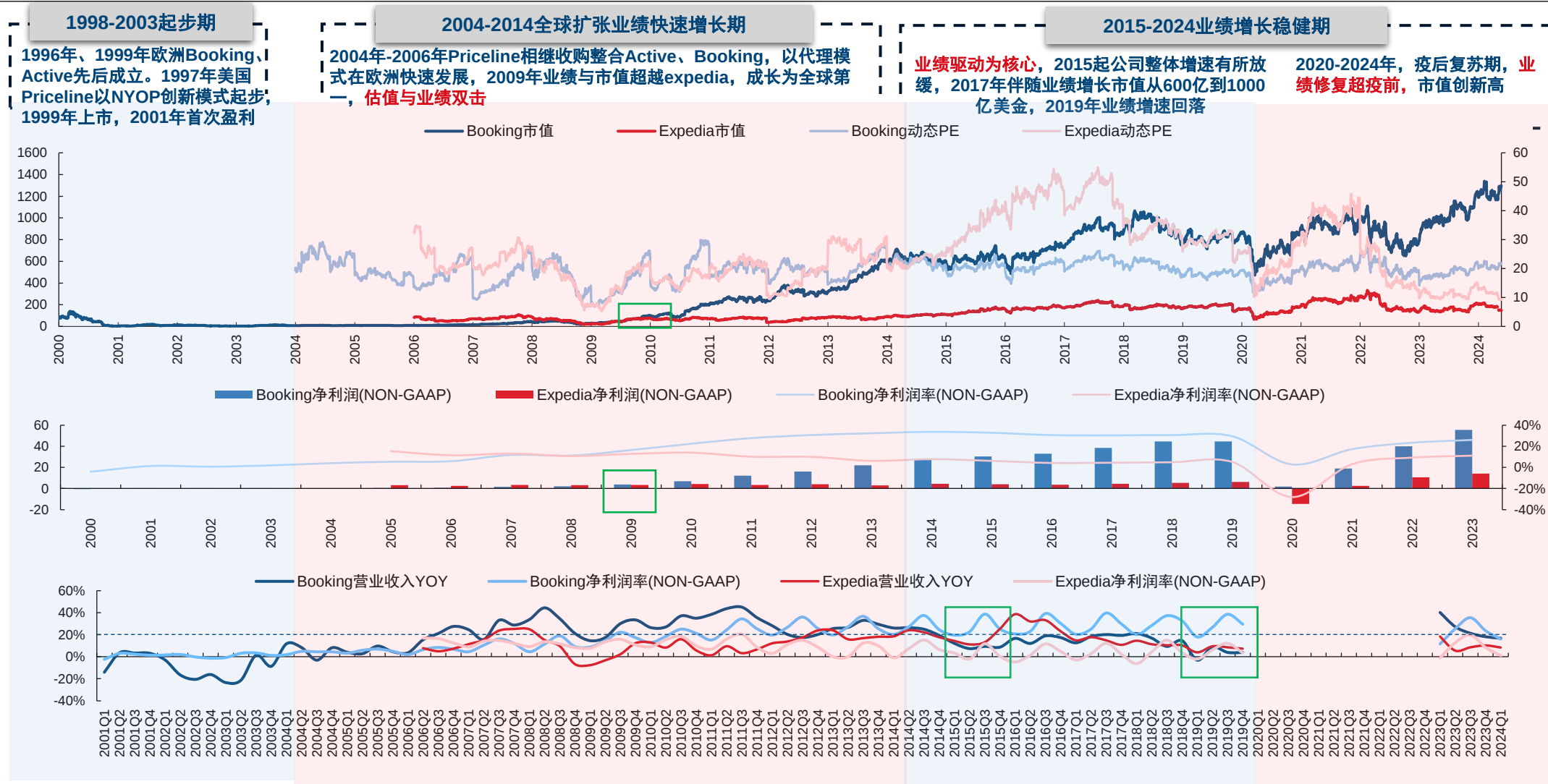
图：公司2024年出境业务经营利润弹性假设

单位：亿元		出境游收入恢复度假设					
		85%	90%	95%	100%	105%	110%
经营 利润率 假设	35%	27	28	30	31	33	34
	37%	28	30	31	33	35	36
	39%	30	31	33	35	37	38
	41%	31	33	35	37	38	40
	43%	33	35	36	38	40	42
	45%	34	36	38	40	42	44
	47%	36	38	40	42	44	46
	49%	37	39	42	44	46	48

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

国信证券
GUOSEN SECURITIES

图1: Booking发展历程及营收利润复盘

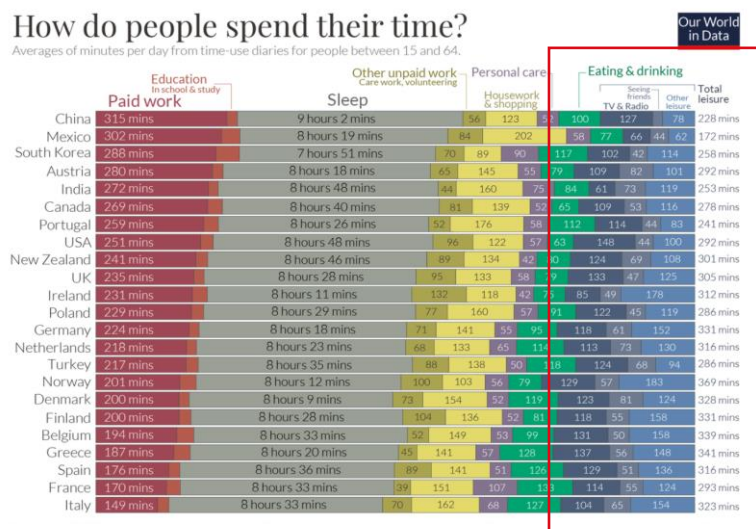


请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国际对比：Booking背靠更广泛的休闲需求及更分散的酒店市场

- **Priceline适时收购整合欧洲Active与Booking跃居全球第一。** Priceline1997年成立于美国，创新推出“客户出价”模式覆盖长尾客群和供给而受到追捧。2004-2005年公司分别花费1.65亿美元与1.35亿美元成功收购总部位于荷兰的Booking及英国Active，此后于2009年前后在净利润与市值方面双双超越Expedia、成为全球第一。如前文，**Booking市值从2009年约30亿美元提升到最高时2018年3月的1065亿美元**，主要受益于公司**Non-GAAP净利润从2009年的3.8亿美元增加至2018年的44.5亿美元，CAGR达到31%；最新市值已超1290亿美元**。同阶段**Expedia市值从2009年26亿美元到2018年同期170亿美元，Non-GAAP净利润CAGR为5.0%，最新市值回落至150亿美元**。
- **原因之一在于欧洲市场在线旅游行业更广大的市场空间。** 2005年起，欧洲、亚洲等市场成为美国两大玩家（expedia、priceline）全球化布局的关注点，其中欧洲市场为在线旅游提供的良好经营环境也带来更大的市场空间，成功把握欧洲市场整合的priceline跃居全球第一。
- **休闲旅游需求占比更高，上游酒店对OTA依赖更强。** 欧美OTA玩家以利润率更高的酒店预订为主。从上游经营特征看，欧洲酒店连锁化率与集中度均低于美国，OTA的依赖相对更强。我们分析背后本质在于需求端差异，参考OECD统计，欧洲主要国家居民的休闲时长居全球前列，同时休闲旅游出行需求占比超半壁江山，休闲需求满足了多元单体酒店的生存空间，其连锁化动力并不高。其中也有不少家族性质的酒店，数量不多但具备一定特色，对于会员数字化系统的建设相对不足，对OTA的依赖有所增强。整体看，上游酒店行业属性为OTA发展提供良好环境，更广阔的休闲旅游需求也打开OTA发展空间。

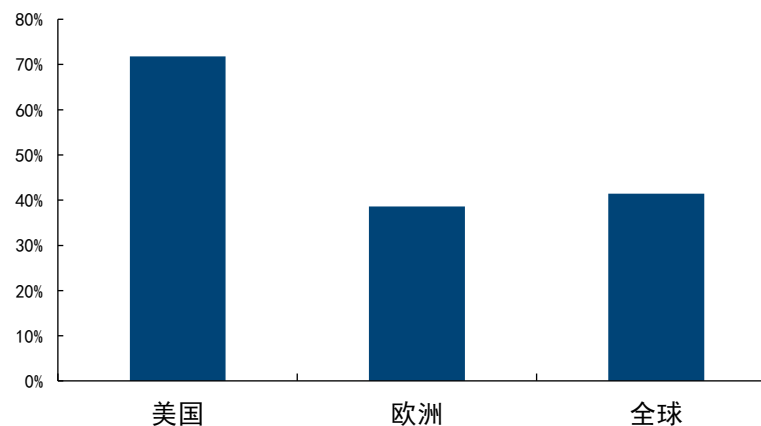
图：不同国家15-64岁居民平均每日时间分配



资料来源：OECD，国信证券经济研究所整理

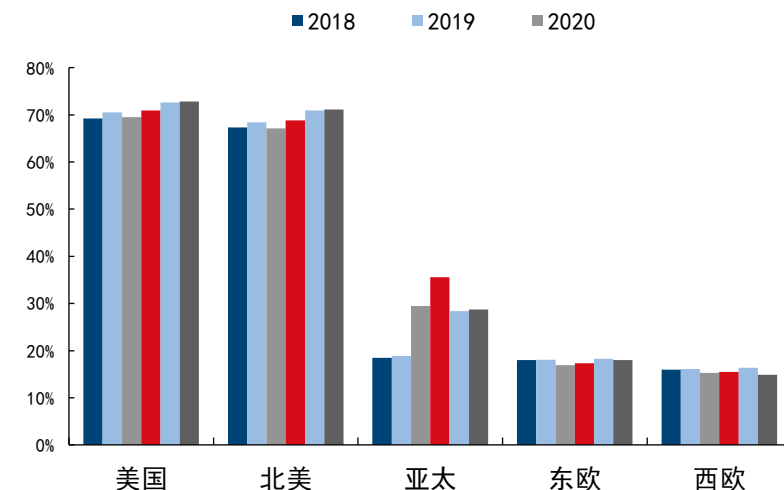
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2019年欧洲酒店连锁化率低于美国



资料来源：华住招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：2019年欧洲酒店集中度低于美国



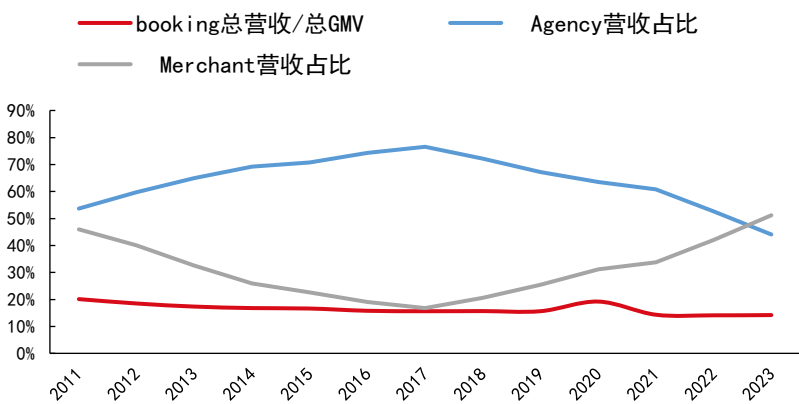
资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

国际对比：Booking以代理模式和高投入的在线营销打开供需市场



- 原因之二在于priceline收购后，仍然维持booking原代理模式及高举高打的在线营销策略。其中expedia维持原来在美国市场的批发模式（消费者预付款，酒店高佣金）模式在欧洲推广相对不利。Priceline原来的客户出价模式也与很多地区消费者习惯不相符且用户教育成本更高，发展一度受阻。此后收购整合booking和active，二者房源与技术互补，凭借对供需更友好的代理模式（消费者到店支付、商家佣金率更低）以及更高投入与转化的Google营销在欧洲市场大放异彩，增速远高于expedia。
- 原因之三在于本身管理团队的决策远见，对比Expedia错失全球龙头地位进一步说明。我们此前《欧美在线旅游龙头跟踪报告》已经对龙头收购路径进行详细复盘，booking、expedia均成立于19世纪20年代末，此后IPO。其中expedia成立初期背靠微软先发成长为全球第一，只是后续经历了出售、私有化、重新上市等相对曲折，同时在收购扩张阶段仍然维持的原有批发模式与欧洲本地玩家理念存在差异而与booking等失之交臂，对收购投资标的的识别力相对有所欠缺，后续对早期收购的多品牌业务的整合力度相对不大，部分品牌在后期因拖累业绩等原因而出售或关停（如中国酒店预订艺龙网、意大利酒店预订Venere），公司近几年也积极瘦身（先后出售铁路分销SilverRail、奢华度假Classic Vacations、商旅管理公司Egencia等）并进行人员结构优化，目前整体市值为booking的11%。
- 总结来看，海外OTA龙头全球化扩张较早，Booking依托欧洲良好的行业环境、凭借最大化满足上下游需求的商业模式，成就国际龙头。

图：Booking营收占比及blended佣金率变化情况



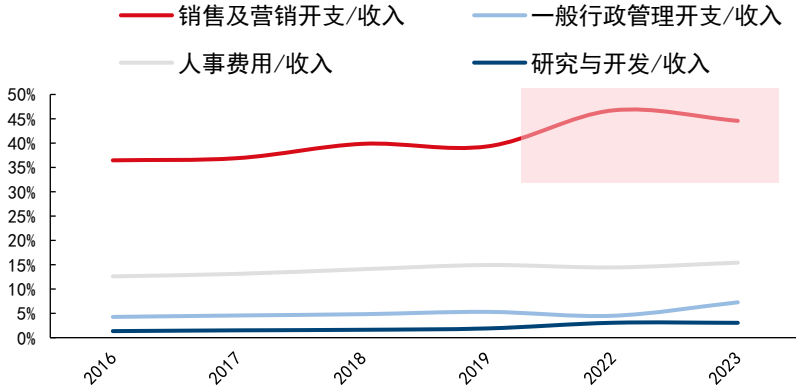
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：海外OTA龙头代理模式与批发模式差异

	代理模式 Agency	批发模式 Merchant
消费者支付方式	到店支付	预订时支付
平台佣金率	低	高
平台库存风险	不承担	不承担
平台结算方式	用户付款后酒店定期结算约定佣金给OTA	用户付款后OTA定期结算约定底价给酒店
平台话语权	低	高

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：booking销售费用率投放常年维持在35-45%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- 聚焦携程集团，公司布局国际化业务已十余年，已搭建良好供应链。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，先后收购中国台湾、中国香港的本地旅行社。2016年国内格局相对稳定后加大国际扩张步伐，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。2019年成立20周年之际，公司宣布聚焦“G2”战略（高品质与全球化），进一步加速国际化扩张。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。比如携程海外酒店联通Booking、Expedia，实行完全开放的库存合作，从而获得海外酒店资源，随后才逐步建立直采团队，以与第三方合作→酒店供应逐步丰富→出境预订增加→更大的酒店议价能力→提高直采比例的路径展开。
- 2019年公司出境游业务已占到整体收入约25%，其中考虑到出境游更高的客单贡献及佣金率水平，预计对应更高的利润占比，也占据出境游龙头地位，疫后考虑线下旅行社的出清和渐进修复预计份额进一步提升。

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
易游网	在线旅行社	中国台湾	2009	控股
香港永安旅游	旅游服务业务	中国香港	2010	收购价格约8800万美元收购90%股权，此后以900万美元收购剩余10%
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

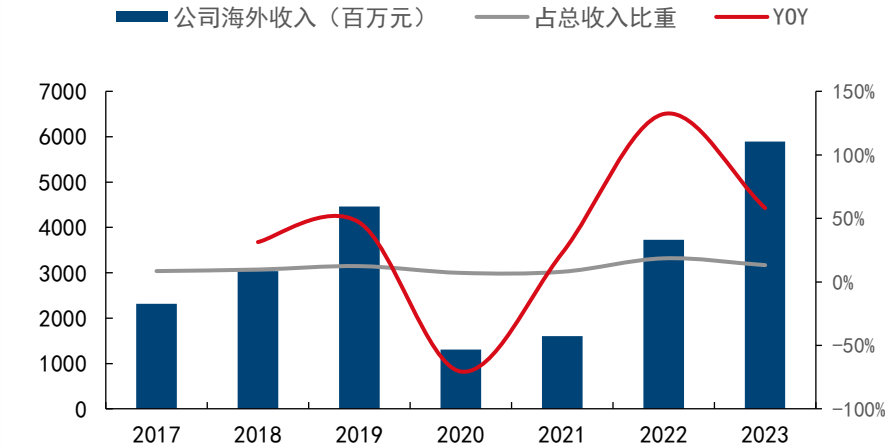
资料来源：环球旅讯，公司公告，国信证券股份有限公司整理

聚焦携程：2023年国际业务占比13%，亚洲海外空间仍大



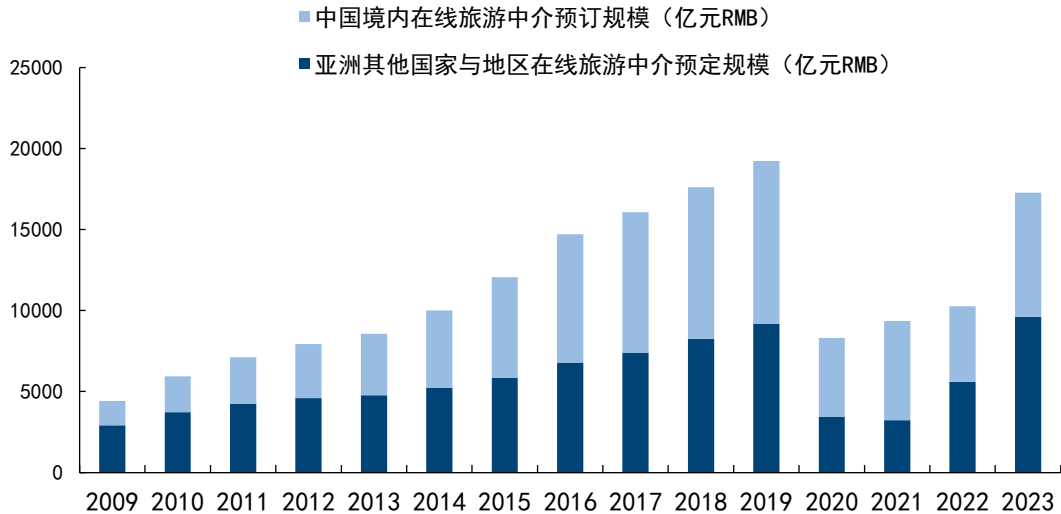
- 考虑国人出境游受假期因素影响淡季相对分化，为最大化供应链的使用效率，公司积极发力国际业务（境外用户→出游目的地）。
- **2023年携程集团国际业务占收入比重13%，公司目标Trip.com未来3-5年有望占比15-20%。**2023年公司海外业务收入实际59亿元，较2019年增长32%，占总收入比重13%；其中预计天巡较2019年预计平稳，Trip.com低基数下实现翻倍式增长。结合公开业绩会资料，公司预计未来3-5年Trip.com将保持中两位数增速。目前Trip.com在全球39个国家和地区设有48个站点，提供24种语言、接受29种当地货币交易，作为国际版“携程”发展，已经成为公司战略重心，以亚洲市场为主，欧美则更多与skyscanner合作。
- **参考前述国际对比，分析Trip.com进入大规模扩张的可行性：**一是亚洲海外市场空间较大，尚未出现高集中度龙头。结合我们此前报告分析，亚洲海外（除去中国境内）在线旅游行业规模量级超千亿美元（近万亿人民币，与之相比携程2023年GMV为1.1万亿人民币。不同市场用户预订习惯、语言文化差异较大，需要结合本地化运营。同时，亚洲尚未发展至类似于欧美OTA市场的高集中度，目前各国均被国际龙头均有渗透，也有各自的本地龙头。我国在旅游资源、人口均相对分散下对公司内功的考验，以及公司服务国人出境游、已较早布局海外尤其亚洲供应链，均为其有能力推动行业集中提供基础。

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：亚洲在线旅游预定规模



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理 注：汇率取年初年末平均值

聚焦携程：借力出境业务较早探索，Trip.com发展路径清晰



- 二是可共用供应链资源，入境游优势尤为突出。结合前文分析，OTA后发者做大的关键是搭建供应链和履约体系，Trip能够作为后发者进入新市场也是依托携程原本出境游的良好布局；同时海外客服中心7*24小时在线服务也赋能服务品质的提升，及时的在线客服反馈对比其他国际玩家更胜一筹（通过邮箱答复、智能客服外另需收费等）。此外，我国入境游市场仍大有可为，Trip.com借助携程在国内的供应链体系有望直接受益。
- 三是以中国市场经验按图索骥，交通错位导流，性价比打开供需市场，一站式APP促进转化。从竞争角度看，海外市场如韩国、港澳、东南亚格局还相对分散，日本线上化渗透仍有较大空间，整体竞争相对良性。由于交通提点不高等因素，海外OTA布局热情一般；目前既有第三方预定平台玩家多以酒店业务为主，公司沿袭国内一站式APP推广，后期有望留存更高粘性高转化的用户池，Trip界面设置“机+酒”选项，联合购买享受更大优惠力度。海外酒店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，高等级会员用户获得额外奖励。
- 总体而言，Trip.com目前处于较快发展阶段，有望打开公司第二成长曲线，而模式的持续验证也有望提振公司整体估值。
- 对于相对集中的印度，公司早在2016年及2019年先后投资本土OTA龙头MakeMyTrip股权至49%，2023年MakeMyTrip经调整净利润1.2亿美元，较2019年扭亏为盈。

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%
连锁酒店收费	10-15%
单体酒店收费	单体>连锁
国际酒店	海外OTA一般15-16%

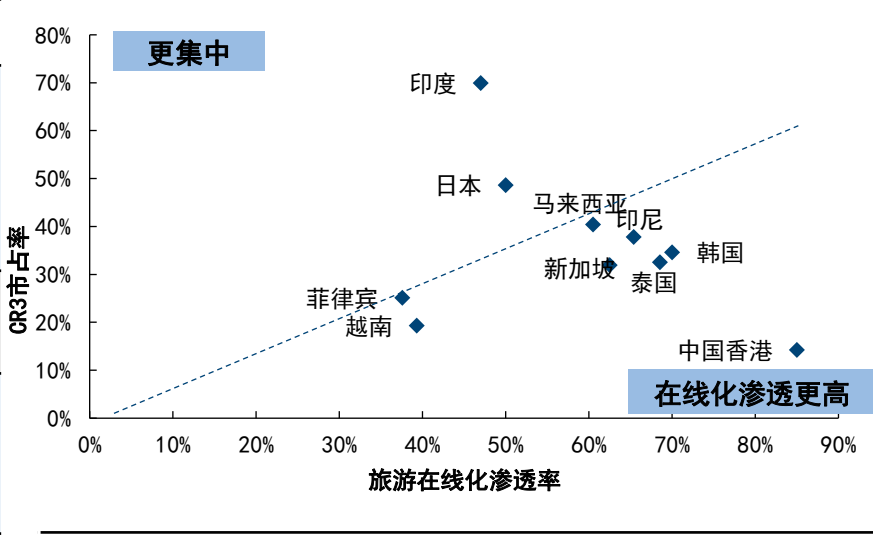
资料来源：头豹研究院、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理和预测

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%

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

图：亚洲各区域在线旅游渗透率及龙头集中度



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

- 01** 携程集团：二十五载磨一剑，对标国际龙头看公司经营效能全方位优化
- 02** 趋势洞察：在线旅游行业经营生态显著改善，在线化渗透有望持续演绎
- 03** 竞争要素：供应链整合与履约效率筑壁垒，新时期龙头先发优势更为凸显
- 04** 成长看点：立足国内外出行闭环，Trip.com空间广阔路径清晰
- 05** 投资建议：行业标杆龙头综合效能优异，进入国际提速扩张新周期

- 2023年公司总收入较2019年增长25%，我们估算国内、出境、纯海外业务收入分别恢复至2019年同期的140%/55%/132%，其中国内游在机酒业务量价齐升带动下增长良好，纯海外业务受益于Trip.com的扩张成长，出境游则相对受制但仍好于国际航班运力恢复度。
- 结合前文分析，我们预测公司2024年国内、出境、纯海外业务收入分别同比增长约10%/65%/37%，总收入同比增长19%。其中：
 - 出境游：系公司2024年重要增量，机酒业务量恢复提升，但伴随运力增加机票票价同比有所回落。
 - 国内游：在去年高基数背景下（尤其Q2-Q3）有望表现相对稳健，其中构成利润核心的中高星酒店房价因出境游分流、下沉多元旅游目的地分流等趋势预计同比有所回落，但量仍然持续受益于在线旅游渗透提升从而展现出好于行业整体的表现；国内机票考虑去年同期补偿性需求释放叠加航班运力不足，辅营产品销售率更高，今年预计因佣金率相对回落而增速有所放缓。
 - 纯海外：天巡有望维持稳健的增速，而Trip.com有望继续在亚太市场快速扩张，其中尤其受益于出境游的增长。
- 总收入端：我们预计国内业务与出境游业务2025-2026年收入增速有望近15%，纯海外业务收入同比增速有望近40%，预计总收入增速有望15-20%。
- 成本费用率端：结合各业务结构性变动及固定人工成本杠杆作用，我们预计毛利率有望同比平稳微增。同时考虑到公司整体营销投放立足于ROI标准，国内营销效率的持续优化及海外仍需较大投放，我们预计销售及营销费用率维持在22%左右；一般及行政费用率及产品研发费用率人工刚性成本占比比较大，预计逐年新增员工数相对平稳微增，工资同比上涨5-8%，整体有望伴随规模扩张释放经营杠杆。
- 按上述假设条件，我们预计公司2024-2026年Non-GAAP归属母公司净利润为154.6/186.9/219.8亿，年增速分别为18.3%/20.9%/17.6%。

图：携程集团盈利预测拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
住宿预订	135.1	71.3	81.5	74.0	172.6	209.3	253.1	296.6
yoy	16.7%	-47.2%	14.2%	-9.2%	133.2%	21.3%	21.0%	17.2%
交通票务	139.5	71.5	69.1	82.5	184.4	218.5	257.1	301.9
yoy	7.8%	-48.8%	-3.4%	19.5%	123.5%	18.5%	17.7%	17.4%
旅游度假	45.3	12.4	11.1	8.0	31.4	40.5	45.3	49.9
yoy	20.2%	-72.6%	-11.0%	-27.9%	294.0%	28.9%	12.0%	10.0%
商旅管理	12.6	8.8	13.5	10.8	22.5	24.3	26.3	27.9
yoy	27.9%	-30.1%	53.6%	-19.9%	108.9%	8.0%	8.0%	6.0%
营业收入	356.7	183.2	200.2	200.4	445.1	530.0	623.0	721.4
yoy	15.2%	-48.6%	9.3%	0.1%	122.1%	19.1%	17.5%	15.8%
Non-GAAP归母净利润	65.3	-9.1	13.6	12.9	130.7	154.6	186.9	219.8
Non-GAAP归母净利率	18.3%	-5.0%	6.8%	6.5%	29.4%	29.2%	30.0%	30.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

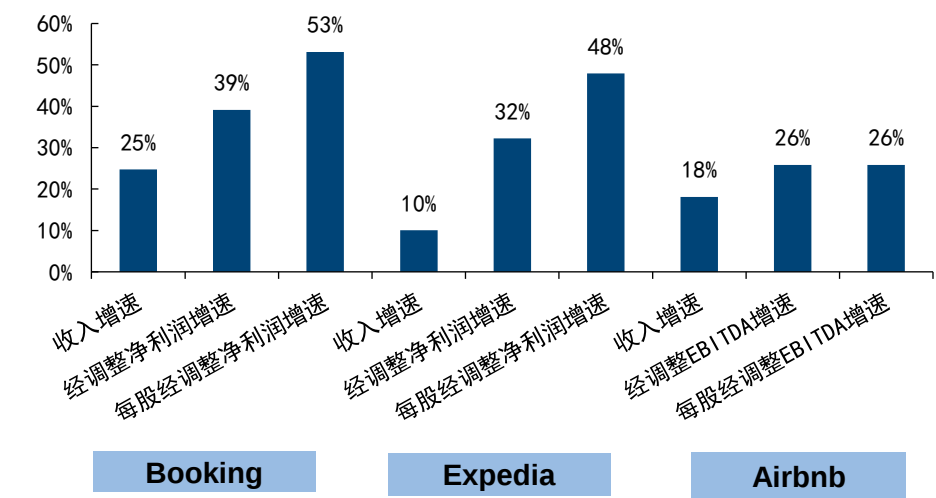
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

股东回报：OTA平台成熟期良好现金流有望带来更积极的资本市场回报



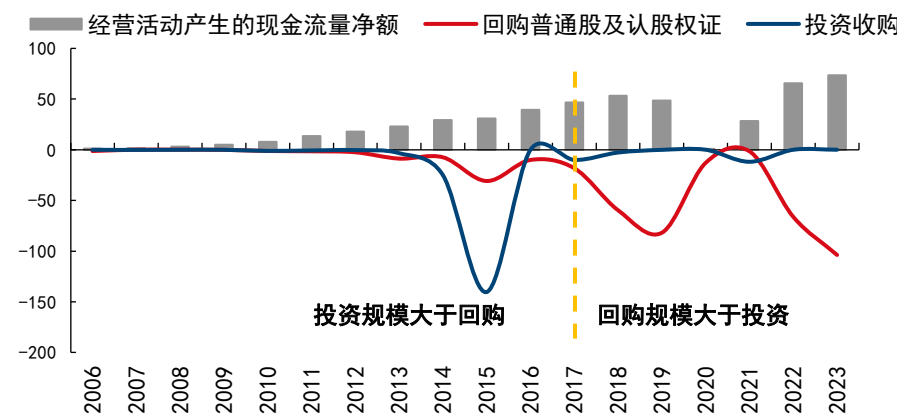
- OTA系轻资产、高现金流模式，良好的业绩增长形成的经营净现金流现金流在扩张期主要投资收购优质标的，成熟期则可回馈资本市场。以2017年为分界点，前期Booking投资规模大于回购，此后回购规模持续扩大，2023年更是上百亿美元，成为股价有效支撑点之一。即使后续收入增速相对减缓，其仍能通过提效及大额回购维持EPS的较高增速，有效支撑股价表现。
- 目前携程集团积极通过回购增强股东回报。2023-2024. 2. 22公司累计回购2. 24亿美元，并宣布新追加3亿美元资本市场回报额度，目前累计5. 8亿美元（含分红与回购），后续公司基本盘现金牛业务贡献有望提供股东回报基础。

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



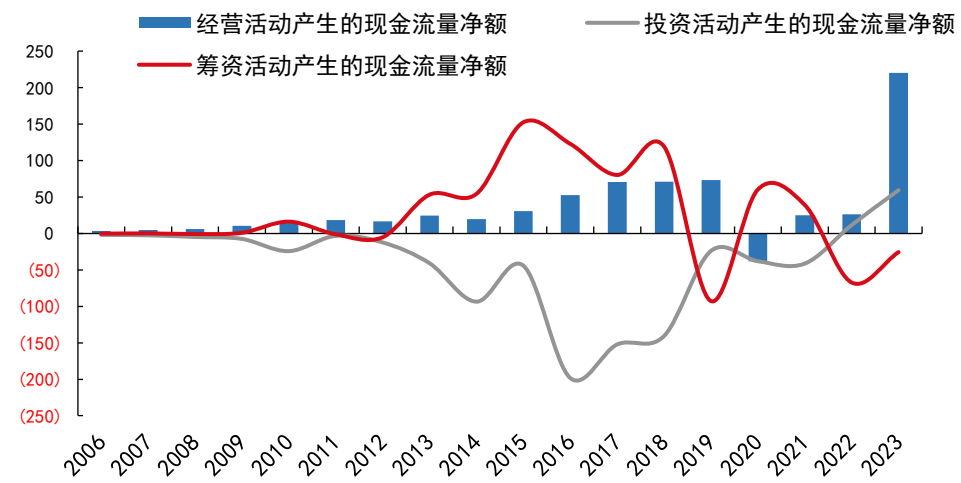
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：Booking2006-2023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

图：携程集团2006-2023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

- 可比公司来看，Booking过往估值中枢约20x，2024年动态估值约21x。公司长期目标为收入端增长高于8%，EPS高于15%，彭博一致预期公司2024-2026年经调整净利润CAGR增速约10%，经调整EPS CAGR增速为17%，国际龙头地位稳固下业绩增长确定性叠加叠加积极的股东回报，Booking享受估值溢价。
- 从携程过往估值水平看，影响因素主要是业绩增速、竞争格局情况，在2014-2017年行业整合后快速发展期享~45x估值；而2018-2019年在线旅游行业面临其他玩家等跨界竞争PE中枢~24x；2023年伴随国内经济平稳复苏，同时跨界玩家存在潜在扰动，公司动态估值处于16x左右。
- 立足当下，我们认为在线旅游行业经营生态较疫前已显著改善，同时公司进入全新成长周期。1、现阶段国内OTA行业竞争格局较疫前显著改善，龙头地位相对稳固，公司国内业务进入良好的利润释放阶段；2、公司出境游市场份额较疫前进一步提升，直接受益于行业出境游边际恢复提速，该业务有望成为贡献今年重要利润弹性；3、Trip.com进入快速扩张周期，若未来3-5年随着收入逐步占比达到15-20%，预计利润率逐步减亏至盈利。总体上我们预计公司未来3年Non-GAAP净利润增速有望实现19%，同时考虑旅游本身韧性及龙头稳固的地位，业绩确定性有较强的支撑，有望享受一定估值溢价。基于此，我们给予公司2024年20-22x估值，对应市值约3092-3401亿元人民币，较当前有22%-35%空间。

图：OTA盈利预测与估值水平（其中携程集团与同程旅行为国信社服预测，其余为彭博一致预期）

名称	最新市值（亿元RMB）	收入				YOY		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Booking	9185	1549	1680	1825	1988	8.5%	8.6%	8.9%
Airbnb	6845	719	809	904	1008	12.6%	11.6%	11.5%
携程集团-s	2528	445	530	623	721	19.1%	17.5%	15.8%
Expedia	1059	931	997	1073	1146	7.1%	7.6%	6.8%
同程旅行	378	119	177	216	257	48.5%	22.1%	19.0%
		调整后归母净利润				YOY		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Booking	9185	403	434	485	543	7.8%	11.6%	12.0%
Airbnb	6845	401	232	261	294	-42.3%	12.5%	12.7%
携程集团-s	2528	131	155	187	220	18.3%	20.9%	17.6%
Expedia	1059	103	116	132	152	13.3%	13.3%	15.4%
同程旅行	378	22	27	34	41	24.6%	23.6%	20.4%
		PE（市值/调整后净利润）				PEG（PE/经调整净利润CAGR增速）		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Booking	9185	23	21	19	17	2.7	2.0	1.6
Airbnb	6845	17	30	26	23	-0.7	-1.4	-2.4
携程集团-s	2528	19	16	14	11	0.9	0.7	0.6
Expedia	1059	10	9	8	7	0.7	0.6	0.5
同程旅行	378	17	14	11	9	0.6	0.5	0.4

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：**我们维持公司2024-2026年Non-GAAP归母业绩为155/187/220亿元，对应动态PE为16/14/11x。公司中高端客群及完备的供应链&履约体系筑壁垒，补偿性需求过后持续展现的营销效率优化与人效优化背后反映的一站式APP流量可挖掘转化的潜力以及多年流程技术迭代的经验积累不容忽视。目前顶层设计鼓励旅游经济发展、各地文旅积极创造优质供给、居民旅游预算相对韧性提供发展基础，同时考虑在线旅游行业经营生态较疫前已显著改善，在线上渗透提升叠加公司国内与出境游稳定的份额，有望强化公司短期业绩修复的确定性。中线国内与出境业务有望提供现金牛基础，参考海外龙头更积极的股东回报在稳健增长期仍有望获得强估值溢价。Trip.com目前处于较快发展阶段，成长空间宽广路径清晰，未来国内外出行“流量+资源”闭环强化有望进一步巩固龙头壁垒。结合可比公司及历史估值，我们给予公司2024年20-22x估值，对应市值约3092-3401亿元人民币，较当前有22%-35%空间，维持公司“优于大市”评级。

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	2,528	370	19.1	22.6	27.3	32.2	19	16	14	11	优于大市
0780.HK	同程旅行	378	17	1.0	1.2	1.5	1.8	17	14	11	9	优于大市
BKNG.O	Booking	1,267	3734	152.2	177.2	207.9	243.1	25	21	18	15	无评级
ABNB.O	Airbnb	944	147	8.4	4.7	5.3	6.0	18	31	28	24	无评级
EXPE.O	Expedia	146	110	9.7	11.8	14.7	17.9	11	9	7	6	无评级

资料来源：Bloomberg，wind，国信证券经济研究所整理预测 注：1、上述EPS均为调整后口径。2、携程集团与同程旅行单位为人民币，其余单位为美元 3、Booking、Airbnb、expedia为彭博一致预期

- 1、宏观经济等系统性风险、地缘政治风险：公司业务对全球政治和经济状况较为敏感，可能存在经营不确定性。
- 2、消费力复苏不及预期风险：公司核心客群来自一二线城市，尽管目前旅游出行在家庭预算中相对韧性，但仍需关注用户中长途游、出境游意愿。
- 3、酒店行业复苏不及预期风险：公司重要利润贡献酒店业务按照交易流水收取佣金，酒店入住率及房价波动影响公司收入。
- 4、航班运力恢复不及预期：公司出境游业务核心随航班运力恢复而复苏，后续若国际航班运力恢复不及预期则扰动出境游利润贡献节奏。
- 5、竞争加剧风险：国内竞争加剧或扰动公司盈利能力，包括佣金率及营销费用率。
- 6、海外扩张节奏不及预期风险：Trip.com海外拓展中面临来自当地龙头的合作与竞争，可能面临竞争加剧或者拓展速度不及预期；若海外营销投放持续加大，则减亏节奏存在不及预期的可能。
- 7、商誉减值风险：公司并购去哪儿、天巡等产生商誉，2024Q1末账面金额共594亿元，若相关标的的经营不善则存在减值风险。
- 8、股东减持风险：公司股权相对分散，关注大股东百度及公司高管的减持风险。
- 9、政策风险：出境目的地国家签证政策收紧风险；反垄断等监管加强风险。
- 10、声誉风险：网络用户负面言论带来的声誉风险。

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17000	41592	60813	77170	98291	营业收入	20039	44510	53003	62304	72141
应收款项	16655	26046	37465	45746	51191	营业成本	4513	8121	10176	11900	13707
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2235	3346	5141	6043	7214	销售费用	4922	4250	11828	13884	16059
流动资产合计	61435	88732	122054	151322	183531	管理费用	12564	11838	17422	20026	22161
固定资产	5204	5142	5065	4952	4804	财务费用	(567)	(532)	(97)	(182)	(387)
无形资产及其他	72898	72577	71851	71133	70421	投资收益	(586)	1072	2200	2530	2910
投资性房地产	1977	3344	3344	3344	3344	资产减值及公允价值变动	373	2015	100	100	100
长期股权投资	50177	49342	49342	49392	49442	其他收入	541	(11280)	1403	1431	1460
资产总计	191691	219137	251657	280143	311542	营业利润	(1065)	12640	17376	20736	25070
短期借款及交易性金融负债	32674	25857	27150	28507	29933	营业外净收支	3114	(888)	0	0	0
应付款项	8404	18497	17698	20842	23786	利润总额	2049	11752	17376	20736	25070
其他流动负债	20161	28057	46446	54210	61647	所得税费用	682	1750	3823	4562	5515
流动负债合计	61239	72411	91293	103559	115366	少数股东损益	(36)	84	(68)	(87)	(96)
长期借款及应付债券	13177	19099	19299	19499	19699	经调整归属于母公司净利润	1294	13071	15461	18688	21981
其他长期负债	4256	4621	4641	4661	4691						
长期负债合计	17433	23720	23940	24160	24390	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	78672	96131	115233	127719	139756	净利润	1294	13071	15461	18688	21981
少数股东权益	736	822	754	667	571	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	112283	122184	135669	151756	171215	折旧摊销	1291	1240	1403	1431	1460
负债和股东权益总计	191691	219137	251657	280143	311542	公允价值变动损失	(373)	(2015)	(100)	(100)	(100)
						财务费用	(567)	(532)	(97)	(182)	(387)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	400	6485	4395	1745	3797
每股收益	1.89	19.12	22.62	27.34	32.16	其它	73	(3069)	(2044)	(2687)	(2618)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	2685	15712	19115	19076	24519
每股净资产	164.27	178.75	198.48	222.02	250.49	资本开支	0	(2543)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-1%	19%	12%	16%	20%	其它投资现金流	4021	7797	(887)	(3727)	(4472)
ROE	1%	8%	10%	11%	11%	投资活动现金流	(1195)	6089	(1387)	(4277)	(5022)
毛利率	77%	82%	81%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-10%	46%	26%	26%	28%	负债净变化	2084	5922	200	200	200
EBITDA Margin	-3%	48%	28%	29%	30%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	0%	122%	19%	18%	16%	其它融资现金流	(8476)	(9053)	1293	1357	1425
净利润增长率	-5%	910%	18%	21%	18%	融资活动现金流	(4308)	2791	1493	1557	1625
资产负债率	41%	44%	46%	46%	45%	现金净变动	(2818)	24592	19221	16357	21122
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	19818	17000	41592	60813	77170
P/E	195.3	19.3	16.3	13.5	11.5	货币资金的期末余额	17000	41592	60813	77170	98291
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	383	22460	15888	15541	20523
EV/EBITDA	-525	17	26	22	19	权益自由现金流	(5630)	19782	17456	17240	22450

资料来源：公司资料和国信证券预测

免责声明



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.CSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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门、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